安信证券 ESSENCE SECURITIES

2020 年 08 月 05 日

投资策略主题报告

证券研究报告

# “国内大循环”新格局，如何引领中国经济乘风破浪


陈果 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517010001
chenguo@essence.com.cn
021-35082010

夏凡捷 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070002
xiafj@essence.com.cn


相关报告

## ■ “国内大循环”新格局，对中国意味着什么？

**安信策略给出十大判断：**

【判断一】“双循环”具有历史必然性，短期重在强化“内循环”
【判断二】政策做好持久战准备，“国内大循环”成为十四五关键政策指引
【判断三】金融体系变革：央行资产负债表重构，财政赤字上升和人民币国际化
【判断四】充分挖掘内需：房住不炒、消费升级
【判断五】产业链现代化当务之急：自主可控补短板
【判断六】产业链现代化优势方向：数字经济锻长板
【判断七】十四五规划最确定受益：国防军工
【判断八】“国内大循环”的底线保障：粮食与能源安全
【判断九】众多科技巨头登陆 A 股市场，中概股掀起回流潮
【判断十】继续扩大开放，多边贸易谈判加快

## ■ “国内大循环”为 A 股带来哪些投资机会？

**安信策略给出九大受益方向：**

“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”有望成为我国“十四五规划”和“2035 远景目标”的关键政策指引，影响未来多年的系列政策制定。可能为中国经济和 A 股市场带来巨大的影响。
建议投资者积极把握：**自主可控、扩大优势、新基建、高端消费、消费升级、国防军工、能源安全、粮食安全、资本市场改革**九大受益方向的投资机会。

**■风险提示：**1、疫情发展超预期；2、经济复苏不及预期；3、中美关系持续紧张。


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

# 每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

**扫一扫二维码**
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

# 内容目录

**1. 为什么“大循环”成为新热点 ..... 4**
1.1. “循环论”的提出 ..... 4
1.2. 从“出口导向”到“国内大循环” ..... 5
1.3. 中国对外交流面临新情况 ..... 7
**2. 国内大循环下的战略选择 ..... 10**
2.1. “国内大循环”的背后是对中国发展路径的前瞻思考 ..... 10
2.2. 正在实践的战略调整和将要出台的政策 ..... 12
2.3. 需求侧抓手：构建完整内需体系 ..... 12
2.4. 供给侧抓手：产业链现代化攻坚战 ..... 14
2.5. 东西流向的新型国际循环模式：一带一路 ..... 17
2.6. 生产端的资源配置：要素市场化改革 ..... 18
**3. “国内大循环”新格局，对中国意味着什么？ ..... 20**
3.1. 【判断一】“双循环”具有历史必然性，短期重在强化“内循环” ..... 20
3.2. 【判断二】政策做好持久战准备，“国内大循环”成为十四五关键政策指引 ..... 21
3.3. 【判断三】金融体系变革：央行资产负债表重构，财政赤字上升和人民币国际化 ..... 22
3.4. 【判断四】充分挖掘内需：房住不炒、消费升级 ..... 23
3.5. 【判断五】产业链现代化当务之急：自主可控补短板 ..... 24
3.6. 【判断六】产业链现代化优势方向：数字经济锻长板 ..... 24
3.7. 【判断七】十四五规划最确定受益：国防军工 ..... 25
3.8. 【判断八】“国内大循环”的底线保障：粮食与能源安全 ..... 25
3.9. 【判断九】众多科技巨头登陆 A 股市场，中概股掀起回流潮 ..... 27
3.10. 【判断十】继续扩大开放，多边贸易谈判加快 ..... 28
**4. “国内大循环”为 A 股带来哪些投资机会？ ..... 29**

# 图表目录

图 1：近年来对 A 股投资产生重大影响的发展和改革“关键词” ..... 4
图 2：“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的政策逻辑 ..... 5
图 3：中日韩历年出口金额同比增长情况 ..... 5
图 4：中国在全球价值链中占据枢纽地位 ..... 6
图 5：在信息和通信技术部门，中国同样在全球价值链中占据枢纽地位 ..... 6
图 6：贸易差额占 GDP 的比重已降至 3%以下 ..... 7
图 7：靠外需拉动 GDP 稳定性低，内需对经济的拉动作用稳步提升 ..... 7
图 8：北半球已进入夏季，全球疫情迟迟未能获得控制 ..... 8
图 9：美国疫情持续恶化，欧洲出现反弹趋势 ..... 8
图 10：国际航班订座量同比 5 月已经跌至-100%附近 ..... 8
图 11：IMF 预计世界主要发达经济体今年将出现严重衰退 ..... 9
图 12：美国大选民调结果——全国（近 30 日平均，%） ..... 9
图 13：美国大选民调结果——主要摇摆州（近 30 日平均，净胜，%） ..... 10
图 14：刘鹤：没有画上句号的增长奇迹（2008）——节选 1 ..... 10
图 15：刘鹤：没有画上句号的增长奇迹（2008）——节选 2 ..... 11
图 16：刘鹤：没有画上句号的增长奇迹（2008）——节选 3 ..... 11

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 17：“循环论”指导下的中国经济战略选择（预测）..... 12
图 18：旅行是中国服务贸易项的主要逆差来源，随着疫情的发展该项逆差已经大幅收窄..... 13
图 19：产业链现代化四大发力点..... 14
图 20： 7 大“新基建”领域..... 16
图 21：与“一带一路”国家间的贸易具有韧性..... 17
图 22：对“一带一路”沿线国家直接投资保持活跃..... 17
图 23：近期资本市场改革大事记..... 19
图 24：我国多层次资本市场金字塔结构..... 19
图 25：美国在出口占 GDP 比例达到峰值后也转向“国内国际双循环”..... 20
图 26：十二五规划发布前后市场表现..... 21
图 27：十三五规划发布前后市场表现..... 21
图 28：两个阶段央行的主要扩表工具规模变化..... 22
图 29：人民币占全球外汇储备份额比例已达 2.02%..... 22
图 30：一张图看懂服务器产业结构与市场规模..... 24
图 31：2019 年农产品进口依存度最高的是棕榈油、大豆和菜籽油..... 25
图 32：石油和天然气占我国能源结构的 27%..... 26
图 33：石油和天然气进口依存度持续上升..... 26
图 34：2012 年中国石油进口比例和主要路线..... 26
图 35：2012 年中国各石油运输通道份额占比..... 26
图 36：中概股回流香港，红筹股回流 A 股..... 27

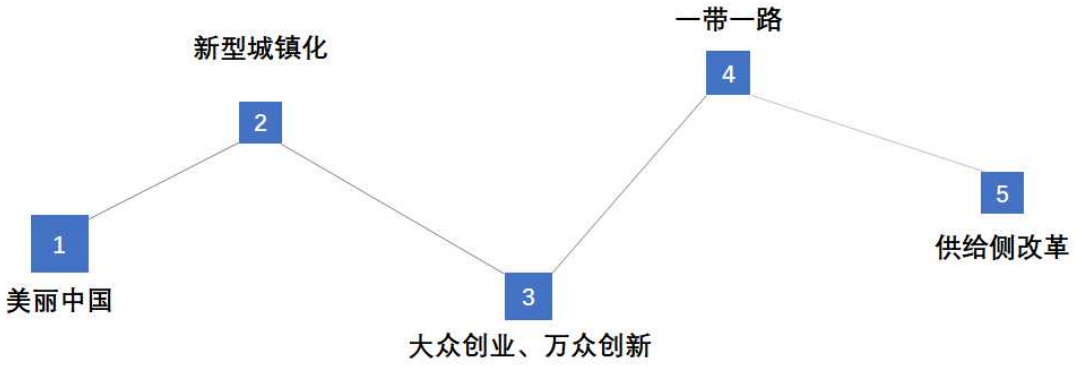
表 1：“循环论”的提出..... 4
表 2：近期各地出台的房地产政策以强化调控为主基调..... 13
表 3：《若干政策》中对两大产业的财税支持..... 15
表 4：九大区域发展战略和落实国家重大区域发展战略重要举措..... 16
表 5：西部大开发 3.0 战略布局..... 18
表 6：完善五个要素市场配置机制..... 18
表 7：美国贸易政策变迁史..... 20
表 8：美中两国贸易差额占 GDP 比例达到峰值后历史演变..... 21
表 9：目前已有六家公司获得免税牌照..... 23
表 10：正在进行或者可能进行的经贸谈判..... 28
表 11：“国内大循环”九大受益方向相关公司..... 29

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 1. 为什么“大循环”成为新热点

国家重大的发展和改革战略往往对A股投资产生重大影响，是我们跟踪和关注的焦点。近年来，以“美丽中国”、“新型城镇化”、“大众创业、万众创新”、“一带一路”、“供给侧改革”等关键词为代表的发展方向和改革重点为A股相关板块带来了许多投资机遇。今年5月以来，面对国际疫情新变化和错综复杂的国际形势，“大循环”开始成为新的热点词汇。中国新的发展大战略正在逐步形成：“**以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局**”。

**图1：近年来对A股投资产生重大影响的发展和改革“关键词”**




*资料来源：安信证券研究中心*

## 1.1. “循环论”的提出

在5月14日召开的中共中央政治局常委会中，首次提出了“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”，要求研究提升产业链供应链稳定性和竞争力。

5月23日，习近平在看望参加政协会议的经济界委员时强调，“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势。”

**表1：“循环论”的提出**

| 时间 | 表态 | 内容 |
|---|---|---|
| 5月14日 | 政治局常委会 | 要深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，**构建国内国际双循环相互促进的新发展格局**。要实施产业基础再造和产业链提升工程，巩固传统产业优势，强化优势产业领先地位，抓紧布局战略性新兴产业、未来产业，提升产业基础高级化、产业链现代化水平。……要加快推动各类商场、市场和生活服务业恢复到正常水平，畅通产业循环、市场循环、经济社会循环。要加强国际协调合作，共同维护国际产业链供应链安全稳定。（首次提出国内国际双循环） |
| 5月23日 | 习近平 | 面向未来，我们要把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点，加快构建完整的内需体系，大力推进科技创新及其他各方面创新，加快推进数字经济、智能制造、生命健康、新材料等战略性新兴产业，形成更多新的增长点、增长极，着力打通生产、分配、流通、消费各个环节，**逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局**，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势。（两会期间看望政协经济界委员） |
| 6月18日 | 刘鹤 | 我们仍面临经济下行的较大压力，但形势正逐步向好的方向转变，一个以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局正在形成。（陆家嘴论坛书面致辞） |
| 7月21日 | 习近平 | 我在今年全国“两会”上讲过，面向未来，我们要**逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局**。主要考虑是：当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革蓬勃兴起。以前，在经济全球化深入发展的外部环境下，市场和资源“两头在外”对我国快速发展发挥了重要作用。在当前保护主义上升、世界经济低迷、全球市场萎缩的外部环境下，**我们必须充分发挥国内超大规模市场优势，通过繁荣国内经济、畅通国内大循环为我国经济发展增添动力**，带动世界经济复苏。要提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势。我多次强调，中国开放的大门不会关闭，只会越开越大。以国内大循环为主体，绝不是关起门来封闭运行，而是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展。（企业家座谈会上的重要讲话） |
| 7月23日 | 工信部 | 工业和信息化部将以推动供给侧结构性改革为主线，充分挖掘内需潜力和深化改革开放，努力在危机中育新机，于变局中开新局，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展新格局，推动工业通信业平稳发展。（新闻发布会） |
| 7月30日 | 政治局会议 | 当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从**持久战**的角度加以认识，**加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局**，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。 |

*资料来源：新华社，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的政策逻辑

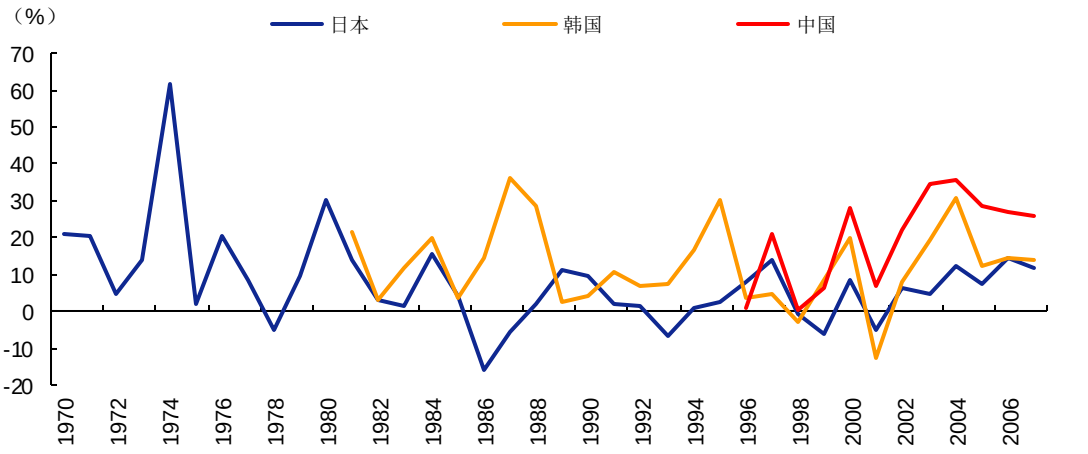
资料来源：安信证券研究中心

## 1.2. 从“出口导向”到“国内大循环”

➢ **全球化时代“出口导向”、“雁行模式”曾是经济发展的主流**

在全球化蓬勃发展的上个世纪 70-90 年代，日本的迅速崛起和其出口导向的经济发展模式引起了世界的瞩目，其他经济体纷纷效仿，“亚洲四小龙”、“亚洲四小虎”开始崭露头角，“雁行模式”成为西太平洋地区经济合作的主流模式。

图 3：中日韩历年出口金额同比增长情况

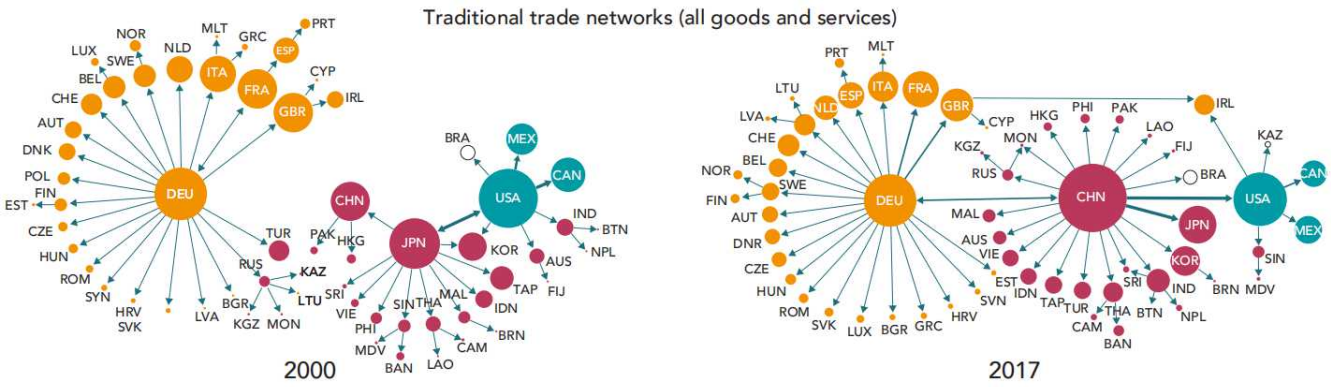



资料来源：Wind，安信证券研究中心　　注：日本为日元计价，其他为美元计价

改革开放后，中国经济迎来了高速增长，一个重要原因在于中国经济融入到全球产业链供应链循环之中，获得了低廉要素成本的比较优势、新技术和管理水平的提升和广阔的全球市场和庞大的资源供给。在欧美发达国家主导的这种全球经济循环中：发达国家凭借技术、资金和管理优势，向发展中国家派发订单；发展中国家在自己的低成本优势的基础上进行加工生产，再把所生产的消费品出口到发达国家。中国在改革开放的过程中深度地参与了这个循环体系，并逐渐在全球供应链体系中占据枢纽地位。

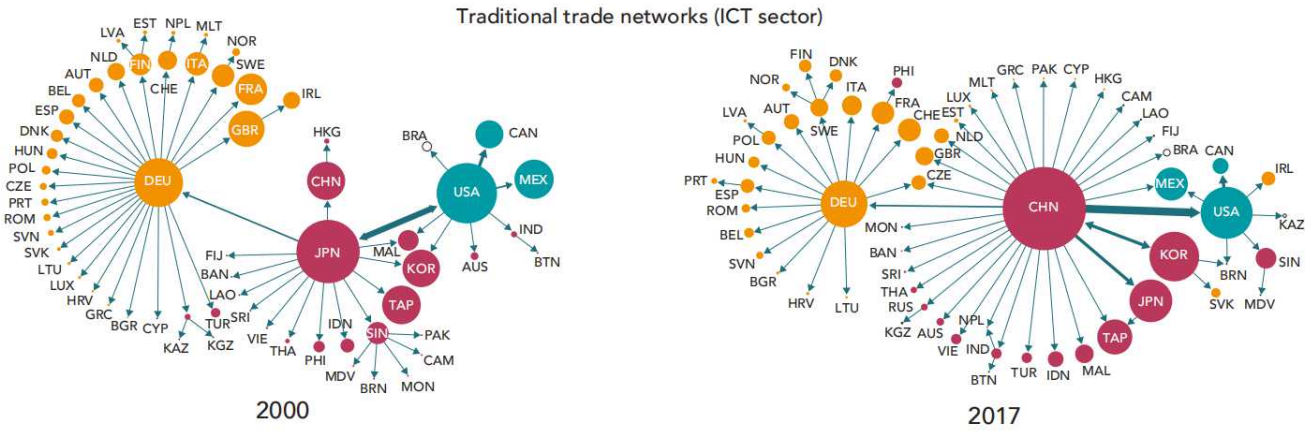
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**图 4：中国在全球价值链中占据枢纽地位**




*资料来源：WTO，安信证券研究中心*

**图 5：在信息和通信技术部门，中国同样在全球价值链中占据枢纽地位**




*资料来源：WTO，安信证券研究中心*

➢ **中国经济内生动力增强，“雁行模式”难以为继**

伴随着中国经济的崛起，此前一直运转良好的“雁行模式”开始难以为继：

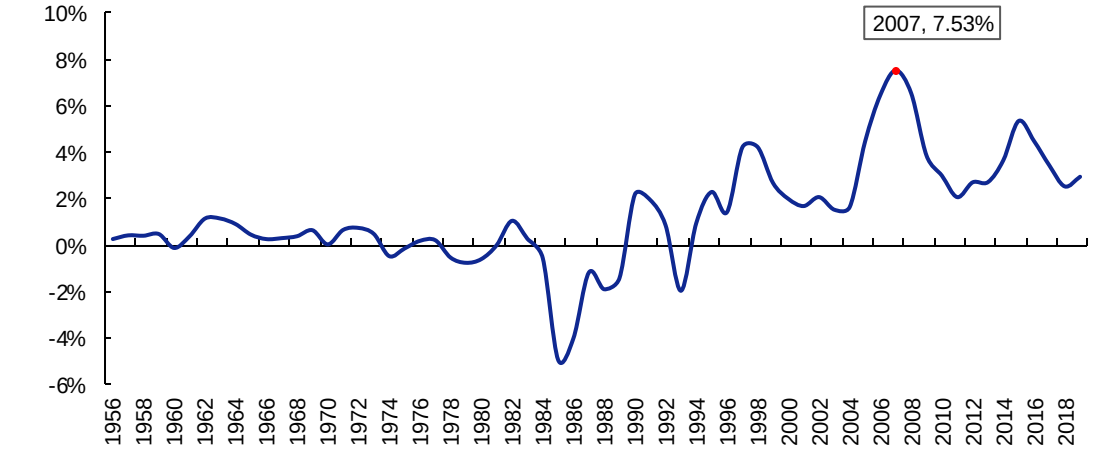
✓ 一方面是位于“雁头”位置的日本经济萎靡不振，在科技上也未能持续突破，引领发展潮流，因此也无法继续向“雁行”队伍转移低端的产业链。

✓ 另一方面是位于“雁尾”位置的中国经济体量太大，较为低端的产业链可以无需继续向外国转移，而是转而向中西部欠发达地区转移。同时国内内需市场开始蓬勃发展，内需替代外需成为经济发展的主要动力。

对于中国而言，海外市场拓展空间有限，贸易差额占 GDP 比重已经从 2007 年 7.53%的高峰下降至 2019 年的 2.94%。单纯依靠外需带来的 GDP 拉动作用稳定性较差，净出口对 GDP 贡献率在过去 10 年中有 6 年均为负值。于此同时最终消费支出对 GDP 的拉动作用稳步提升，转型为内需主导的经济体有利于中国经济依靠庞大的国内市场抵御外部环境的冲击，继续充分挖掘内需的潜力成为未来中国经济发展的新方向。

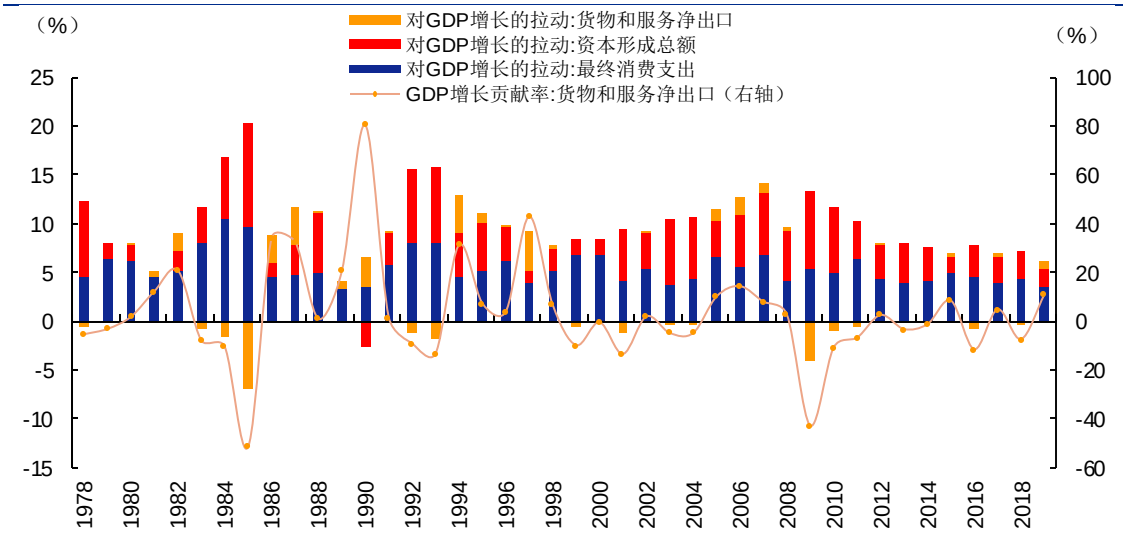
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 6：贸易差额占 GDP 的比重已降至 3%以下




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

图 7：靠外需拉动 GDP 稳定性低，内需对经济的拉动作用稳步提升




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

## 1.3. 中国对外交流面临新情况

➢ **新冠疫情阻碍中国对外交流**

2020 年，在全球范围流行的新冠疫情让中国的对外交流和经贸合作面临新的困扰。

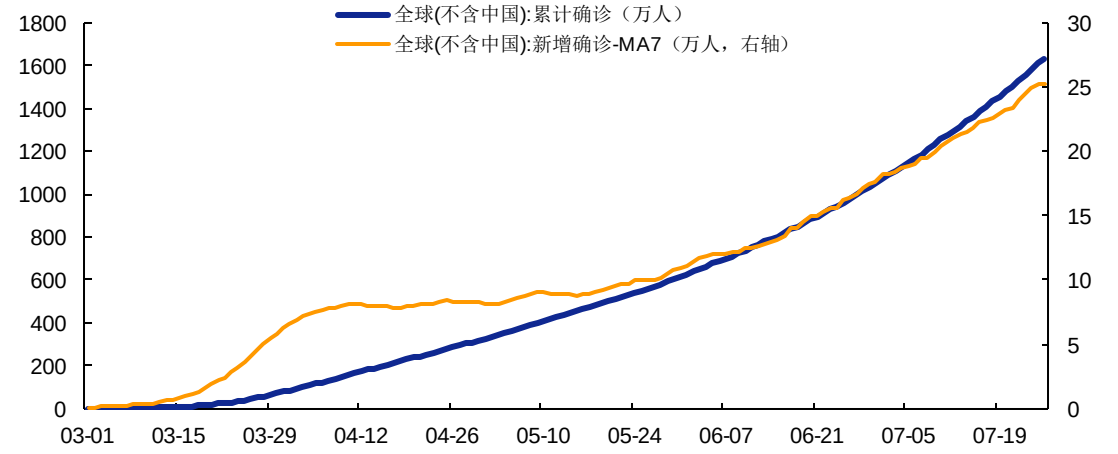
✓ 首先，中外商务、学术、旅游等人员交流大幅下降，而且随着海外疫情特别是美国疫情的不断恶化，人员跨国流动交流恐怕迟迟无法获得重启。

✓ 其次，疫情之下全球经济萎靡，IMF 预计今年发达经济体 GDP 将下滑 8.0%。这势必对我国传统出口行业造成冲击，同时产生对医疗物资和跨境电商的新需求。

✓ 最后，供应链或物流的中断可能进一步损害全球贸易。欧洲央行的最新研究认为：仅仅是物流中断就可以使新冠疫情冲击造成的世界贸易萎缩幅度放大 25%。该研究还表明："新冠疫情打击了亚洲、欧洲和美洲的价值链，提高了发生多米诺效应的风险，其反馈回路可能会加剧全球贸易的崩溃，"这种中断"可能会给全球供应链造成更长期的影响，从而导致对生产流程进行评估以及大规模的生产回归本国。"

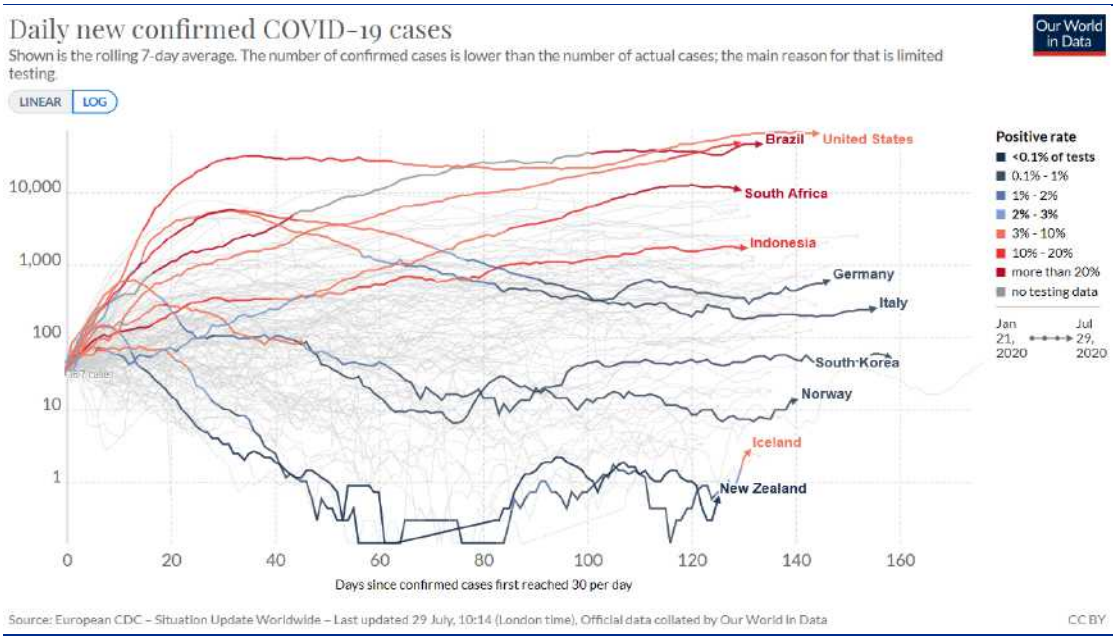
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**图 8：北半球已进入夏季，全球疫情迟迟未能获得控制**



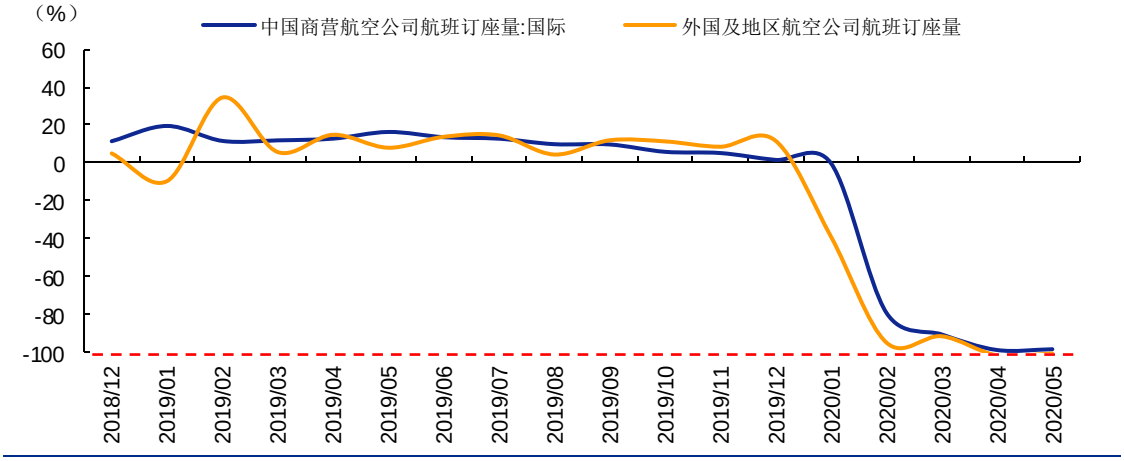

*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

**图 9：美国疫情持续恶化，欧洲出现反弹趋势**




*资料来源：牛津大学，安信证券研究中心*

**图 10：国际航班订座量同比 5 月已经跌至-100%附近**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**图 11：IMF 预计世界主要发达经济体今年将出现严重衰退**

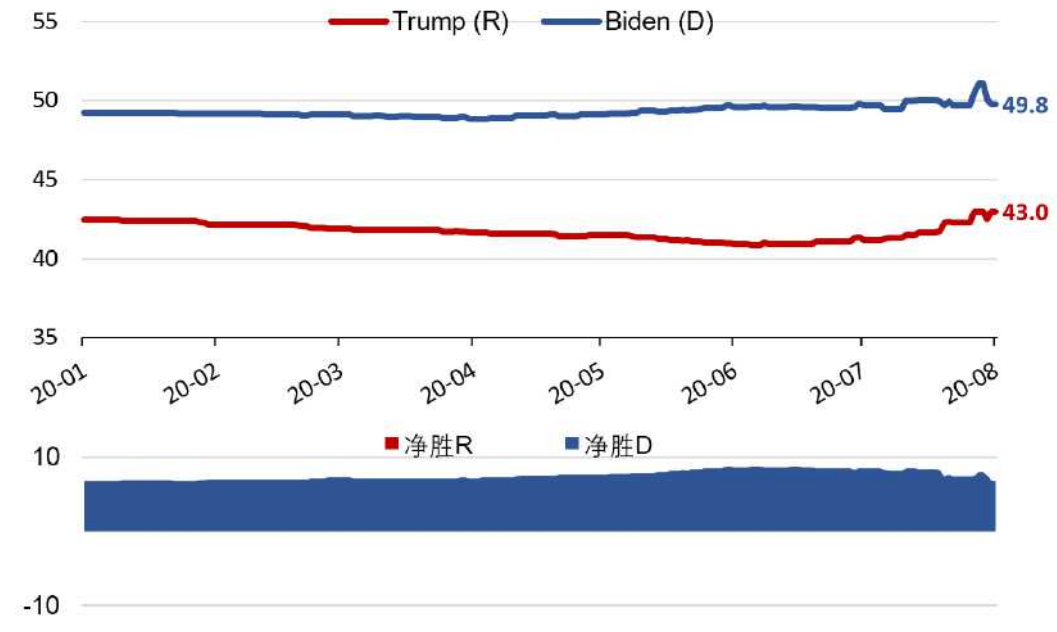
| | 年同比 | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 预测 | |
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| **世界产出** | **3.6** | **2.9** | **-4.9** | **5.4** |
| **发达经济体** | **2.2** | **1.7** | **-8.0** | **4.8** |
| 美国 | 2.9 | 2.3 | -8.0 | 4.5 |
| 欧元区 | 1.9 | 1.3 | -10.2 | 6.0 |
| 德国 | 1.5 | 0.6 | -7.8 | 5.4 |
| 法国 | 1.8 | 1.5 | -12.5 | 7.3 |
| 意大利 | 0.8 | 0.3 | -12.8 | 6.3 |
| 西班牙 | 2.4 | 2.0 | -12.8 | 6.3 |
| 日本 | 0.3 | 0.7 | -5.8 | 2.4 |
| 英国 | 1.3 | 1.4 | -10.2 | 6.3 |
| 加拿大 | 2.0 | 1.7 | -8.4 | 4.9 |
| 其他发达经济体 3/ | 2.7 | 1.7 | -4.8 | 4.2 |
| **新兴市场和发展中经济体** | **4.5** | **3.7** | **-3.0** | **5.9** |
| 亚洲新兴和发展中经济体 | 6.3 | 5.5 | -0.8 | 7.4 |
| 中国 | 6.7 | 6.1 | 1.0 | 8.2 |

*资料来源：IMF，安信证券研究中心*

## ➢ 中美博弈加剧，美国“脱钩派”正在主导对华政策

随着美国疫情的日益恶化、种族歧视和经济衰退问题也再次浮出水面，特朗普的选情遭遇极大挫折。民调显示特朗普在 7 月曾经一度落后拜登近 9%，在距离大选仅 100 天之际还有如此之大的民调差距让特朗普的选情非常不乐观。

**图 12：美国大选民调结果——全国（近 30 日平均，%）**




*资料来源：RealClearPolitics，安信证券研究中心 截止至 8 月 5 日已有民调结果*

除了总体民调落后，特朗普在 6 大摇摆州的民调也都大幅落后拜登，特别是弗洛里达、宾夕法尼亚和密歇根三大摇摆州，民调差距都在 5.5%以上，等于把三大大票仓拱手送给拜登。而共和党传统票仓德州在最近一个季度居然是是民主党领先，成为新晋摇摆州。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**图 13：美国大选民调结果——主要摇摆州（近 30 日平均，净胜，%）**

| 州 | 选票数 | 2016年情况 | | 2020年民调均值 | | 年初至今变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 民调 | 最终结果 | 近一个季度 | 近一个月 | |
| 得克萨斯州(TX) | 38 | 共和党(+3.0) | 共和党(+10.0) | 共和党(+1.2) | 共和党(+0.2) | |
| 弗洛里达州(FL) | 29 | 共和党(+0.2) | 共和党(+1.2) | 民主党(+5.5) | 民主党(+5.9) | |
| 宾夕法尼亚州(PA) | 20 | 民主党(+3.0) | 共和党(+0.7) | 民主党(+5.3) | 民主党(+6.3) | |
| 密歇根州(MI) | 16 | 民主党(+3.7) | 共和党(+0.3) | 民主党(+6.9) | 民主党(+7.3) | |
| 北卡罗来纳州(NC) | 15 | 民主党(+2.0) | 共和党(+3.7) | 民主党(+1.9) | 民主党(+4.3) | |
| 亚利桑那州(AZ) | 11 | 共和党(+0.5) | 共和党(+3.5) | 民主党(+3.2) | 民主党(+2.6) | |
| 威斯康星州(WI) | 10 | 民主党(+5.5) | 共和党(+0.7) | 民主党(+4.1) | 民主党(+4.5) | |

*资料来源：RealClearPolitics，安信证券研究中心　　截止至 8 月 5 日已有民调结果*

为了挽救其低迷的支持率，转移媒体和公众的注意力，特朗普很可能采取一些特殊的手段提振自己的选情，而这些手段有可能对中美关系、中国的产业链和公司造成较大影响，我们需要为今后可能出现的各种可能性做好充分的准备。

# 2. 国内大循环下的战略选择

## 2.1. “国内大循环”的背后是对中国发展路径的前瞻思考

危机往往引发人们对过去发展模式的反思，在新冠疫情和中美博弈等背景下“国内大循环”应运而生，但这一对中国发展路径的前瞻思考事实上可以追溯到 2008 年金融危机之后，当时中国经济的失衡问题已经非常明显。在 2008 年出版的中国经济 50 人《看三十年：回顾与分析》中，刘鹤就已经提出要“反思赶超型的工业化路径，努力走出一条依靠国内市场需求拉动、建立新的产业体系和形成创新能力的路径，同时用和平方式与资源供给国家形成互惠互利的战略分工。”

**图 14：刘鹤：没有画上句号的增长奇迹（2008）——节选 1**

总之，国际市场狭小、初级产品价格上升、国内成本优势变化、资源环境压力加大，这些新的长期趋势说明，传统的粗放增长方式已经难以为继，要求中国在全球经济准确界定未来的动态比较优势，更重视熊彼特增长模式和罗默增长模式的研究，充分发挥知识和人力资本作用，创造条件在国际分工体系中扮演新的合适角色。① 我的基本看法是，在未来我们要做好两件大事：（1）中国要加快调整储蓄和消费的关系，逐步成为内生性的需求大国，为全球提供巨大市场。（2）要促进产业结构升级，加快技术进步和提高投资效率，提升服务业的比重，使产业结构和国内资源禀赋相匹配。在新的环境下，中国要反思赶超型的工业化路径，努力走出一条依靠国内市场需求拉动、建立新的产业体系和形成创新能力的路径，同时用和平方式与资源供给国家形成互惠互利的战略分工。

*资料来源：中国经济 50 人《看三十年：回顾与分析》(2008)，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

在刘鹤的思考中，中国应该“成为市场规模巨大的创新型国家”，庞大的内需将能够为中国建立起一道安全的防火墙，以抵御来自美国“真正的危机”。

**图 15：刘鹤：没有画上句号的增长奇迹（2008）——节选 2**

美国次贷危机发生后，我一直密切关注国际经济环境的变化，当我看到美联储不断降息和对金融体系注入大量资金之后，我感到了真正的危机，因为挽救的对象是本应受到惩罚的不道德行为。在全球化曲折发展的形势下②，中国的确要建立起一道安全的防火墙，这就是真正扩大内需，稳步提高中等收入者比重，不断加强教育，推动城市化的有序发展，使中国成为市场规模巨大的创新型国家。这不是门罗主义或孤立主义③，而是在开放前提下应对全球化挑战的理性选择。

*资料来源：中国经济 50 人《看三十年：回顾与分析》(2008)，安信证券研究中心*

文章的最后，刘鹤还提出未来改革的两大方向：调整扭曲的价格和实现内部良性循环。这或许就是当前真正进行的“要素市场化改革”和“国内大循环”战略的早期思考。

**图 16：刘鹤：没有画上句号的增长奇迹（2008）——节选 3**

从全球生产要素价格相对变化的新特点和中国经济的新定位出发，未来改革主要包括调整扭曲的价格和实现内部良性循环两项内容。首先，要针对本轮经济周期中出现的价格扭曲现象不失时机地加快价格改革，使初级产品、土地、劳动、资本的价格能够真实反映均衡的市场供求关系和补偿外部成本，从而使增长具有内生性。其次，要从人的生存和实现社会安

*资料来源：中国经济 50 人《看三十年：回顾与分析》(2008)，安信证券研究中心*

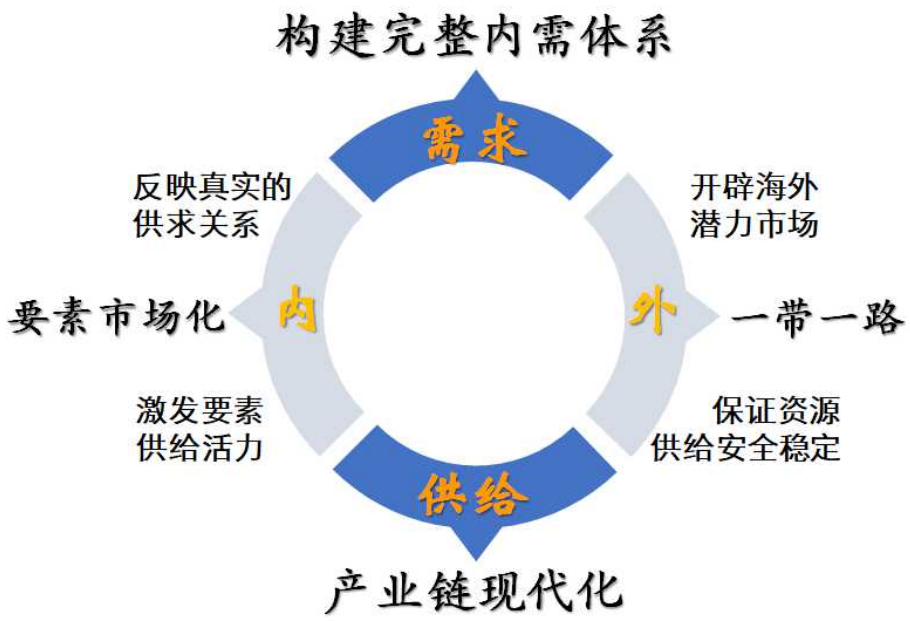
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 2.2. 正在实践的战略调整和将要出台的政策

“国内大循环”战略的萌芽已经在 2008 年对危机的反思中出现，虽然直到 12 年后的 2020 年才真正开始形成完整的理论论述，但一些对经济发展中不平衡的地方进行调整的经济政策已经在近几年陆续推出。例如“供给侧改革”、“房住不炒”、“一带一路”、“要素市场化改革”、“资本市场改革”等。

“国内大循环”理论的提出为这些已经实施的改革和战略赋予了新的政策内涵。同时也预计将成为即将到来“十四五”规划和一系列相关经济政策的理论基础。**我们预计中国经济未来在“循环论”下的战略选择主要是四个方向：以需求和供给为两大抓手，构建完整内需体系并进行产业链现代化；以“要素市场化”改革和“一带一路”战略分别化解国内和国外供需不平衡的矛盾。**

**图 17：“循环论”指导下的中国经济战略选择（预测）**




*资料来源：安信证券研究中心*

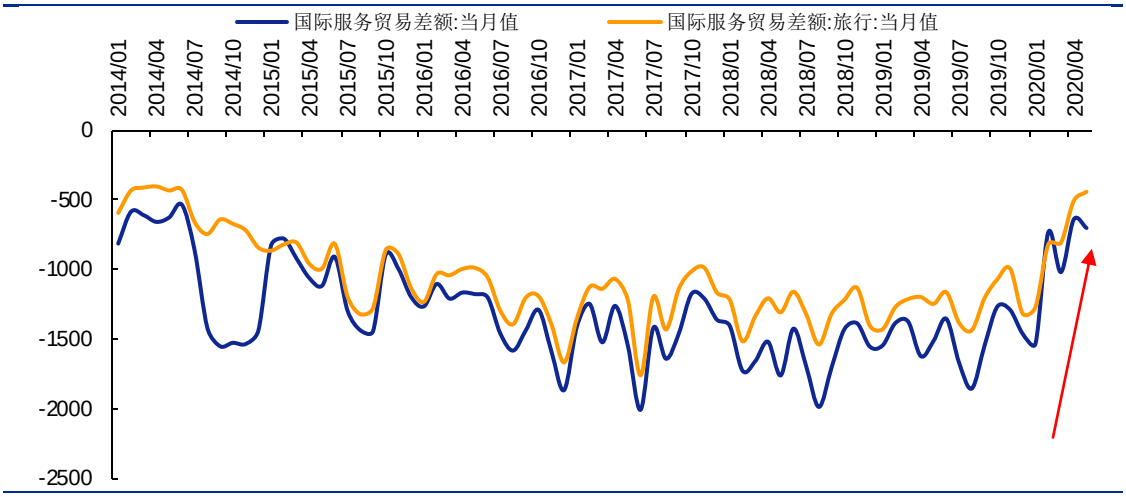
## 2.3. 需求侧抓手：构建完整内需体系

➢ **培育高端消费，将旅行逆差转化为免税店收入**

我国当前的市场不能很好的满足高收入人群高档消费的需求，这一情况在近 5 年表现的尤为突出，其结果是这些高收入群体大量的消费活动都发生在海外，这直接导致旅行项成为我国服务贸易逆差的主要来源。2016-2019 年，每年都大约有 1.5 万亿人民币的逆差发生在旅行项。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**图 18：旅行是中国服务贸易项的主要逆差来源，随着疫情的发展该项逆差已经大幅收窄**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

为了更好的满足这些高收入群体高档消费需求，我国开始出台系列政策推动免税消费。通过降低进口税率、发放免税店牌照、提升免税额度等方式吸引旅客将更多的消费留在国内进行。这一政策已经取得良好的效果：今年 7 月 1 日至 27 日，海南实现离岛免税销售金额 22.19 亿元、购物旅客 28.10 万人次，较去年同期分别增长 234.19%、42.71%，环比分别增长 45.51%、12.63%（来源：海关总署）。另一方面，由于海外疫情中断了海外旅游活动，今年以来我国旅行项逆差已经大幅收窄。

### ➢ 挖掘内需潜力，坚持“房住不炒”

当前阻碍中国居民消费的重要原因是巨大的居住成本/购房压力挤占了太多的可支配收入。如果高房价问题继续恶化，将会导致居民消费的持续疲软，使得中国经济无法发挥超大的国内市场这一显著的优势。因此稳定房价预期，抑制地产暴涨将会继续成为长期政策，7 月 24 日召开的房地产工作座谈会上就再次强调“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

**表 2：近期各地出台的房地产政策以强化调控为主基调**

| 时间 | 地区/出处 | 要点 |
|---|---|---|
| 7 月 6 日 | 宁波 | 加大楼市调控力度 |
| 7 月 8 日 | 海南 | 整治查处房地产市场违规行为 |
| 7 月 15 日 | 深圳 | 加大楼市调控力度 |
| 7 月 21 日 | 长春 | 放宽二手住房交易限售 |
| 7 月 22 日 | 南京 | 加大楼市调控力度 |
| 7 月 24 日 | 东莞 | 加大楼市调控力度 |
| 7 月 24 日 | 房地产工作座谈会 | 坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段 |
| 7 月 30 日 | 政治局会议 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 |

*资料来源：新浪新闻，新华社，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 2.4. 供给侧抓手：产业链现代化攻坚战

“产业链现代化”的提出源自中美贸易战，在 2019 年 8 月 26 日召开的中央财经委员会第五次会议是。习近平总书记在会上发表重要讲话强调，要充分发挥集中力量办大事的制度优势和超大规模的市场优势，**打好产业基础高级化、产业链现代化的攻坚战**。

进入 2020 年，随着“国内大循环”的提出，产业链现代化再次成为政策焦点：“要实施产业基础再造和产业链提升工程，巩固传统产业优势，强化优势产业领先地位，抓紧布局战略性新兴产业、未来产业，提升产业基础高级化、产业链现代化水平。”（5 月 14 日） “要提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势。”（7 月 21 日）

**图 19：产业链现代化四大发力点**

*资料来源：经济日报，安信证券研究中心*

➢ **维护产业链稳定性，自主可控弥补短板**

从美国制裁华为的组合拳中，我们看到了自主可控对产业链稳定的重要意义：从软件上的操作系统、软件应用，到硬件上的芯片设计和制造工艺，一些关键领域如果不能做到自主可控，那么在中美发生冲突后可能极大威胁产业链的稳定性和安全性。

新冠疫情则让我们看到了突发事件可能对产业链造成的冲击，以及全球供应链的脆弱性。疫情发生后，世界主要经济体开始纷纷反思自身的重要产业对外的依赖情况，并试图引导制造业回流增强产业链的稳定性。

在当前，芯片和软件产业是补短板的重中之重，6 月 28 日，《中华人民共和国数据安全法（草案）》提请审议，建立健全数据安全治理体系成为当务之急，有望催化出巨大的安全需求市场。8 月 4 日，国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施。《若干政策》明确，凡在中国境内设立的集成电路企业和软件企业，不分所有制性质，均可按规定享受相关政策。未来各部门、各地方还会尽快制定具体配套政策，加快政策落地。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**表 3：《若干政策》中对两大产业的财税支持**

| 政策 | 具体要点 |
|---|---|
| 企业所得税 | （一）国家鼓励的集成电路线宽≤28 纳米+经营期＞15 年的集成电路生产企业或项目，第一年至第十年免征企业所得税；线宽≤65 纳米+经营期＞15 年，第一年至第五年免征企业所得税，第六年至第十年按照 25%的法定税率减半征收企业所得税；线宽≤130 纳米+经营期＞10 年，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25%的法定税率减半征收企业所得税；线宽≤130 纳米的集成电路生产企业纳税年度发生的亏损，准予向以后年度结转，总结转年限最长不得超过 10 年。生产企业优惠期自获利年度起计算；生产项目优惠期自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起计算。<br>（二）国家鼓励的集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25%的法定税率减半征收企业所得税。<br>（三）国家鼓励的重点集成电路设计企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第五年免征企业所得税，接续年度减按 10%的税率征收企业所得税。<br>（四）国家对集成电路企业或项目、软件企业实施的所得税优惠政策条件和范围，根据产业技术进步情况进行动态调整。集成电路设计企业、软件企业在本政策实施以前年度的企业所得税，按照国发〔2011〕4 号文件明确的企业所得税“两免三减半”优惠政策执行。 |
| 增值税 | （五）继续实施集成电路企业和软件企业增值税优惠政策。 |
| 进口关税 | 在一定时期内，集成电路线宽小于 65 纳米（含）的逻辑电路、存储器生产企业，以及线宽小于 0.25（六）微米（含）的特色工艺集成电路生产企业（含掩模版、8 英寸及以上硅片生产企业）进口自用生产性原材料、消耗品，净化室专用建筑材料、配套系统和集成电路生产设备零配件，免征进口关税；集成电路线宽小于 0.5 微米（含）的化合物集成电路生产企业和先进封装测试企业进口自用生产性原材料、消耗品，免征进口关税。<br>（七）在一定时期内，国家鼓励的重点集成电路设计企业和软件企业，以及第（六）条中的集成电路生产企业和先进封装测试企业进口自用设备，及按照合同随设备进口的技术（含软件）及配套件、（八）备件，除相关不予免税的进口商品目录所列商品外，免征进口关税。<br>在一定时期内，对集成电路重大项目进口新设备，准予分期缴纳进口环节增值税。 |

*资料来源：《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》*

### ➢ 扩大领先优势，锻造长板

7 月 30 日召开的中央政治局会议提出，要“提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和**锻长板**”。这也是首次出现“锻长板”这一表述。一方面，通过近年来科技的发展，我国已经在许多领域积累了领先优势，另一方面，全球经济环境的变化也要求我们继续将优势扩大，提升产业链供应链的竞争力。当前我国的领先优势有：5G、互联网应用、人工智能、新能源汽车、北斗导航等。

**表 2：国内北斗系统发展现状（核心性能指标）**

| 分类 | | 数量/金额 |
|---|---|---|
| 国产北斗兼容型芯片及模块 | | >1 亿片 |
| 国内卫星导航定位终端产品 | | >4.6 亿台 |
| 应用北斗系统设备及系统 | 运营车辆 | >650 万辆 |
| | 邮政快递车辆 | 4 万辆 |
| | 公交车（36 城） | 8 万辆 |
| | 内河导航设施 | 3200 座 |
| | 海上导航设施 | 2900 座 |
| | 北斗农机自动驾驶系统 | >2 万台/套 |
| | 渔船和执法船 | 7 万艘 |
| 由民政系统推广的北斗终端 | | >4.5 万台 |
| 国产北斗高精密产品年营收（“一带一路”沿线国家级地区） | | >1 亿元 |

*资料来源：安信证券研究中心整理*

### ➢ 扩大有效投资，重点支持“两新一重”

“两新一重”是今年两会《政府工作报告》中出现的新词，指的是：新型基础设施建设，新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设。其建设意义在于既促消费惠民生、又调结构增后劲。在 7 月 30 日的政治局会议中，强调“要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。”，“一重”的内涵进一步扩展。

- ✓ **新型基础设施建设**：通过发展新一代信息网络、拓展 5G 应用、建设充电桩、推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。
- ✓ **新型城镇化建设**：大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。
- ✓ **重大工程建设**：加强交通、水利等重大工程建设。上半年，西宁至成都、西安至十堰等铁路项目已批复，西安、兰州、西宁等枢纽机场改扩建项目即将开工建设，加快推进防洪减灾、水资源优化配置、智慧水利等 150 项重大水利工程建设，总投资已达 1.29 万亿元。（资料来源：发改委）
- ✓ **重大区域发展战略**：九大区域发展战略：西部大开发、东北振兴、中部崛起、东部率先、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、黄河流域生态保护和高质量发展。

**图 20： 7 大“新基建”领域**

*资料来源：央视新闻，安信证券研究中心*

**表 4：九大区域发展战略和落实国家重大区域发展战略重要举措**

| 落实重大区域战略 | 重要举措 |
|---|---|
| 西部大开发 | 深入落实《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，延续西部大开发企业所得税优惠政策，修订西部地区鼓励类产业目录，推动形成新时代西部大开发政策体系。 |
| 东北振兴 | 编制东北振兴重点项目三年滚动实施方案，出台推进东北地区国有企业混合所有制改革三年实施方案政策措施。切实落实减税降费政策，进一步优化东北地区营商环境。 |
| 中部崛起 | 制定实施新时代推动中部地区高质量发展的指导意见，健全推动中部地区崛起政策体系。完善中部地区崛起工作推进机制。 |
| 东部率先 | 大力实施稳外贸稳外资政策，率先推动高质量发展。 |
| 京津冀协同发展 | 牢牢把握北京非首都功能疏解“牛鼻子”，高质量高标准建设雄安新区。以城市副中心建设为契机，持续优化北京功能布局。 |
| 长江经济带发展 | 狠抓长江经济带生态环境警示片披露问题整改，扎实推进“4+1”工程。加快综合交通运输体系建设。强化创新转型绿色发展，扎实做好试点示范。加快推动长江保护法立法。 |
| 粤港澳大湾区建设 | 加快国际科技创新中心和综合性国家科学中心建设，推进前海、南沙、河套、横琴等重点平台规则衔接；以民生改善为重点促进大湾区居民交流交往。 |
| 长三角一体化发展 | 高标准建设长三角生态绿色一体化发展示范区。推进皖北承接产业转移集聚区、环太湖城乡有机废弃物处理利用示范区建设。加快建设长三角世界级港口群，构建一体化治理体系。 |
| 黄河流域生态保护和高质量发展 | 高标准编制黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要，推动形成支撑黄河流域生态保护和高质量发展的规划和政策体系。谋划实施一批支撑黄河流域生态环境保护重大工程。 |

*资料来源：《关于 2019 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展计划草案的报告》*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 2.5. 东西流向的新型国际循环模式：一带一路

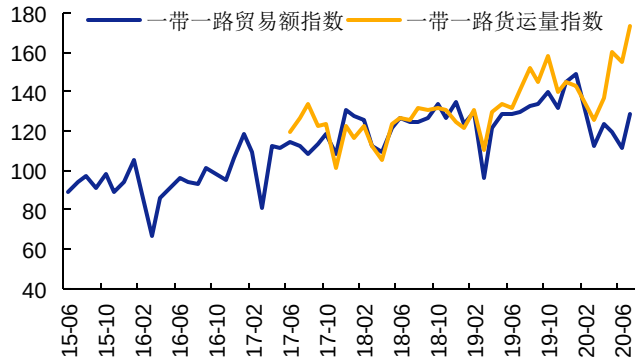
改革开放初期，中国通过发展劳动密集型加工制造业参与全球的分工与经济大循环，经过持续产业升级而逐步成长为世界工厂；总体上形成了欧美作为研发中心、金融中心、消费中心，东亚特别是中国作为制造中心，其他一些资源大国作为资源品输出中心的全球经济南北循环模式。近十年来，随着欧美国家经济问题的不断显现和中国向中高端制造业的逐步迈进，西方国家要求制造业本地化的战略诉求愈发强烈，脱钩倾向愈发明晰。在这一大背景下，传统南北循环模式的不确定性大大提高。“一带一路”的提出本质上是要开辟东西流向的新型国际循环，与南北循环互补。

### ➢ 提升外需韧性，构筑新的雁阵模式

外需方面，新型国际循环的引入提升了我国外贸的韧性。2019 年我国与“一带一路”沿线国家进出口总值占比近 30%；上半年，我国对“一带一路”沿线国家进出口 4.2 万亿元，微降 0.9%，比整体降幅低 2.3 个百分点；得益于相对较好疫情防控形势，东盟地区国家今年上半年成为我国第一大贸易伙伴，占中国上半年进出口总值的 14.4%。

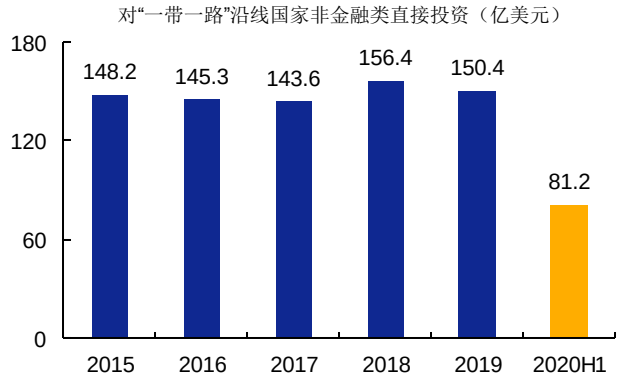
国内生产方面，“一带一路”将推动我国产业转型，构筑新的“雁行模式”。新的“雁行模式”的核心是产业转移和升级：根据劳动力成本和各国的自然资源禀赋相对比较优势，未来我国部分劳动力密集型行业和资本密集型行业有望逐步转移到“一带一路”周边及沿线国家，带动沿线国家产业升级和工业化水平提升，同时随着我国创新实力快速提高，构筑以我国为雁首的新雁阵模式。上半年，我国对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资同比逆势增长 19.4%，占同期投资总额的 15.8%；对东盟国家投资同比大增 53.1%。

**图 21：与“一带一路”国家间的贸易具有韧性**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

**图 22：对“一带一路”沿线国家直接投资保持活跃**




*资料来源：商务部，安信证券研究中心*

### ➢ 建设新型国际循环的重要平台

西部是陆上丝绸之路的重点区域，承担着联通中亚、欧洲等沿线国家的重要任务，是国内国际双循环发展格局的重要切入点。一方面，西部地区是重要的交通枢纽；15 年 8 月，改革委印发的《西部陆海新通道总体规划》提出，要深化陆海双向开放，强化措施推进西部大开发形成新格局，到 2035 年全面建成西部陆海新通道。另一方面，西部地区可以承接东部地区部分中低端产业的转移，保证我国完整的工业生产体系，逐步转向“内需为主、外贸向西”的格局。

今年 5 月，中共中央、国务院联合下发的《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》从贯彻新发展理念、加大西部 开放力度等七个方面提出 36 条措施，强调要强化措施抓重点、补短板、强弱项，形成大保护、大开放、高质量发展的新格局；以共建“一带一路”为引领，加大西部开放力度。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**表 5：西部大开发 3.0 战略布局**

| 地区 | 战略布局 |
|---|---|
| **新疆** | 充分发掘历史文化优势，发挥丝绸之路经济带重要通道、节点作用 |
| **重庆**、四川、陕西 | 发挥综合优势，打造内陆开放高地和开发开放枢纽 |
| **云南** | 提升与澜沧江-湄公河区域开放合作水平 |
| 贵州、青海 | 深化国内外生态合作，推动绿色丝绸之路建设 |
| 内蒙古 | 深度参与中蒙俄经济走廊建设 |
| 广西 | 完善北部湾港口建设，打造具有国际竞争力的港口群，加快培育现代海洋产业，积极发 展向海经济。 |
| 甘肃、陕西 | 充分发掘历史文化优势，发挥丝绸之路经济带重要通道、节点作用 |
| 西藏 | 深入开展对口支援新疆、西藏和青海等省藏区以及对口帮扶贵州等工作 |

*资料来源：《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，安信证券研究中心*

## 2.6. 生产端的资源配置：要素市场化改革

我国大部分商品已经实现市场化定价，但一些重要的资源型生产要素仍然是半市场化的状态，比如土地、石油、水电煤等上游要素仍然掌握在政府或国企手里，这一定程度上导致了：1）制造业企业土地成本不断上升；2）民营企业融资难融资贵，信贷资金支持更青睐于具有信用背书的国企，导致资本密集型国企的无序扩张和产能过剩（08 年的四万亿）；3）劳动力对政府或国企具有特殊偏好，造成企业劳动力成本上升和劳动生产效率提升缓慢。4）市场主体过度依赖于政府，一旦经济出现问题便指望政府支持而缺乏创新活力。

根据中共中央、国务院今年 4 月出台的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》要素市场化改革需要完善五个要素市场配置机制，以畅通国内循环、提升我国在国际循环中的竞争力。

**表 6：完善五个要素市场配置机制**

| 要素类型 | 改革要点 | 改革措施 |
|---|---|---|
| 土地 | 增强土地管理灵活性 | 灵活产业用地方式，健全长期租赁、先租后让、入股等工业用地市场供应体系；完善产业用地政策，推动不同产业探索增加混合产业用地供给。<br>灵活土地计划指标管理，城乡建设用地供应指标使用应更多由省级政府负责；探索建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制。 |
| 劳动力 | 引导劳动力要素合理畅通有序流动 | 畅通落户渠道，探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认。放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，试行以经常居住地登记户口制度。 |
| 资本 | 完善多层次的资本市场制度 | 完善股市基础制度建设，制定出台完善股票市场基础制度的意见。<br>完善债券市场统一标准建设，统一公司信用类债券信息披露标准，对公司信用类债券实行发行注册管理制。 |
| 技术 | 激发技术供给活力，促进科技成果转化 | 激活产权激励，深化科技成果使用权、处置权和收益权改革，开展赋予科研人员职务科技成果所有权或长期使用权试点。<br>激活中介服务活力，培养一批技术转移机构和技术经理人，加快推进应用技术类科研院所市场化、企业化发展。建立国家技术转移人才培养体系。 |
| 数据 | 加快培育数据要素市场 | 通过制定出台新一批数据共享责任清单、探索建立统一的数据标准规范、支持构建多领域数据开发利用场景，全面提升数据要素价值。 |

*资料来源：《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

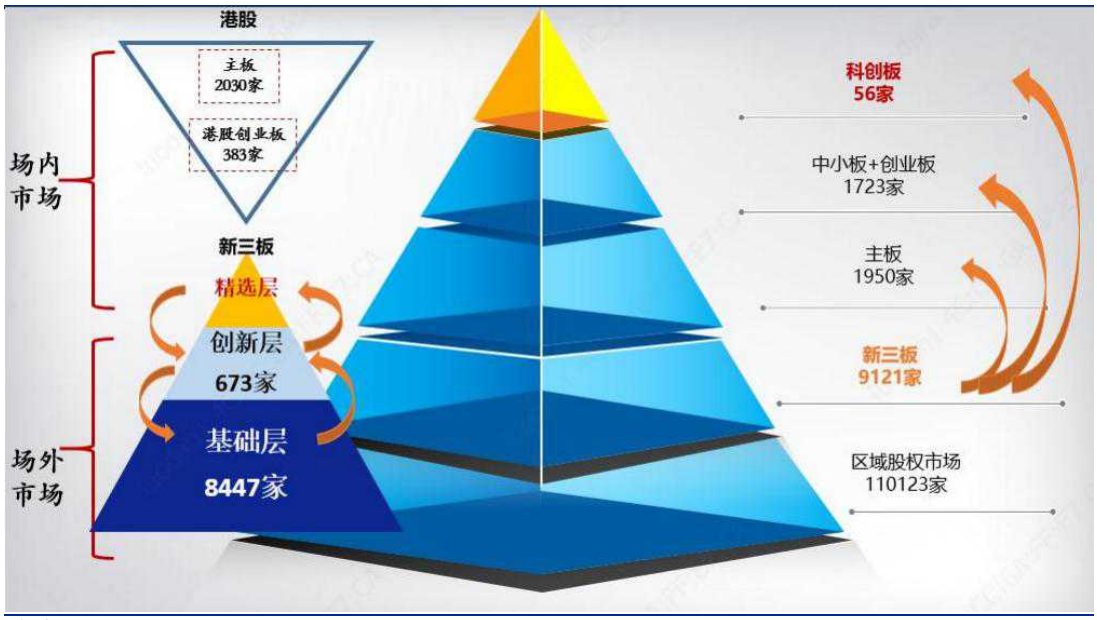
➢ **资本市场改革加速，多项改革协同推进**

从去年 7 月科创板开市期，我国资本市场改革进入加速期，去年 9 月出台“深改 12 条”，注册制改革、新三板改革、再融资新规、退市制度改革、新证券法等多项资本市场基础制度改革协同推进。目前，科创板开市已经 1 周年，创业板首家注册制公司即将上市，新三板精选层顺利开市，多层次资本市场建设已经初见成效，将为中国成长型企业和高科技公司畅通直接融资渠道。

**图 23：近期资本市场改革大事记**

*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

**图 24：我国多层次资本市场金字塔结构**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

➢ **技术、数据市场化，首重确权**

技术和数据的要素市场化改革也即将加速，知识产权、数据产权的确权和交易将成为改革的破局点，对于激发技术的供给活力、推动数字经济的发展具有重要意义。

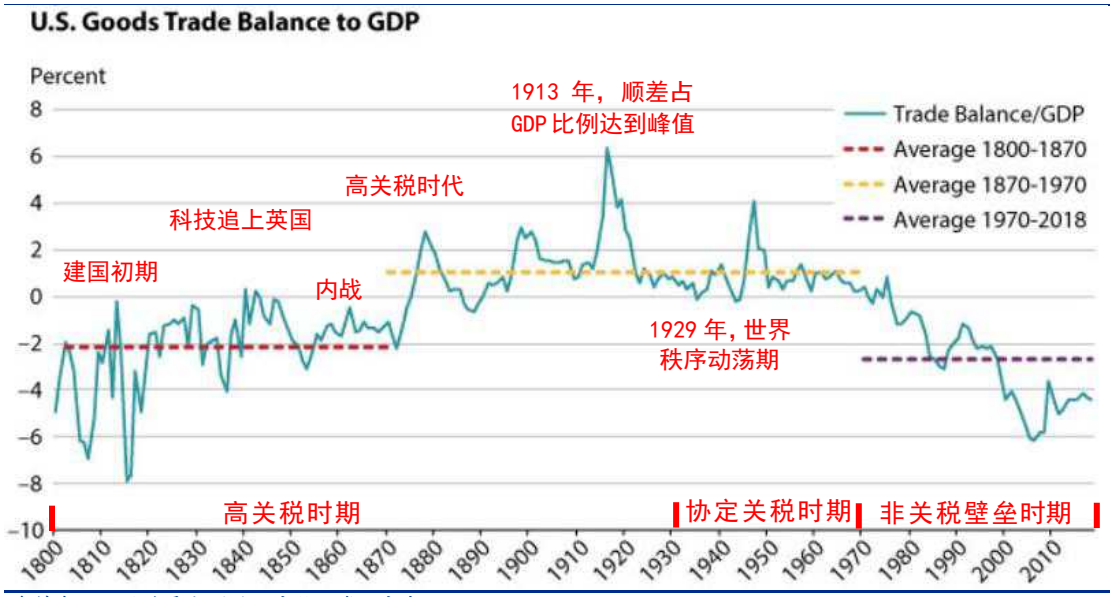
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 3. “国内大循环”新格局，对中国意味着什么？

## 3.1. 【判断一】“双循环”具有历史必然性，短期重在强化“内循环”

回顾历史，建国之初的美国只是一个工业基础薄弱的农业国，也是英国工业品的倾销地，在超过 130 年的高关税保护期间，美国完成了“西进”、搭上了第二次科技革命的快车、发展了一批资本密集型的工业产业、创造了“流水线”等生产方式、实施了城镇化和公路网建设，经济上也实现了从农业国向工业国，“内循环”向“外循环”的转变。

**图 25：美国在出口占 GDP 比例达到峰值后也转向“国内国际双循环”**




*资料来源：圣路易斯联储，安信证券研究中心*

**表 7：美国贸易政策变迁史**

| 阶段 | | 时间 | 主要事件 |
|---|---|---|---|
| 贸易保护主义指导下的高关税政策时期 | 高关税政策萌芽形成期 | 1789-1815 年 | 在英国商品倾销、英美关系紧张、发展工业的需求以及财政收入不足等背景下，高关税保护贸易主义思想初步形成。期间美国政府先后颁布了 12 个关税法，税额大约提升了 3 倍。 |
| | 高关税政策争论摇摆期 | 1816-1860 年 | 1816 年《关税法案》通过征收高关税来保护国内制造业，标志着美国开始通过关税政策实现贸易保护主义的尝试。但由于遭到传统种植园农业经济的南方反对，期间多次出现折返。 |
| | 高关税政策确立发展期 | 1861-1933 年 | 南北战争爆发期间，高关税不仅给联邦政府带来巨额收入，客观上也保护了美国的弱势工业；内战后美国共和党长期执政，使得战时的高关税政策保留下来，并得到了进一步加强。1919 年一战结束后，欧洲各国财政困难而纷纷诉诸高关税政策，美国也以高关税政策应对，直至大萧条结束。 |
| 自由贸易主义指导下的协定关税时期 | 双边协定关税时期 | 1934-1945 年 | 需求不足成为经济主要问题，1933 年罗斯福实行新政。1934 年《互惠贸易协定法》出台，规定美国与任何一国政府或机构签订贸易协议所达成的优惠待遇均自动适用于与美国签订贸易协议的其他国家，形成了以美国为核心的贸易体系。 |
| | 多边协定关税时期 | 1946-1973 年 | 二战结束，冷战促使美国凭借自身强大的综合实力开始着手建立多边关税协定，创建世界经济贸易新秩序。1947 年，23 个成员国在日内瓦签订关税及贸易总协定（即 GATT，为 WTO 的前身）。 |
| 新贸易保护主义下的非关税壁垒时期 | | 1974 年以后 | 西欧和日本的崛起开始威胁美国的经济地位，美国开始要求西欧、日本扩大市场开放，给美国提供对等的竞争机会。1974 年《贸易改革法》从过去的“自由贸易”转向所谓的“公平贸易”。美国开始采取一系列单边行动，以公平之名行保护之实。1984 年美国国会出台了《贸易与关税法》，授予了美国贸易代表主动行使 301 条款的权力。1994 年 WTO 成立，各成员国越来越多地利用 WTO 来解决贸易争端。但美国多次绕开 WTO 框架，以国内贸易法来解决贸易争端。2018 年，特朗普发起针对中国的贸易战。 |

*资料来源：求是网，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

美国在 1913 年贸易差额占 GDP 的比例达到约 6.4%的峰值，16 年后全球陷入大萧条，全球秩序进入动荡期，美国凭借其强大的工业实力（高附加值、流水线生产）和庞大的内需市场（城镇化和公路网）撑过了海外动荡的 15 年，奠定了二战后领导西方世界的全球地位，最终实现了“国内国际双循环相互促进”的发展格局。

**表 8：美中两国贸易差额占 GDP 比例达到峰值后历史演变**

| 两国对比 | 贸易差额占 GDP 高峰 | 1 年后 | 16 年后 | 后续发展结果 |
|---|---|---|---|---|
| 美国 | 1913 年 - 6.4% | 1914 年一战爆发 | 1929 年大萧条 | 美国奠定其全球地位 |
| 中国 | 2007 年 - 7.5% | 2008 年金融危机 | 2023 年 百年未有之大变局 | ？ |

*资料来源：安信证券研究中心*

从美国的例子可以看到当今中国经济向“国内国际双循环”发展具有历史必然性。我们也必须为“百年未有之大变局”的到来做好充分的准备。在经历了 21 世纪以“外循环”推动的第一个十年，并用第二个十年中谋求转型升级后，中国当前最重要的任务是畅通和强化“内循环”。

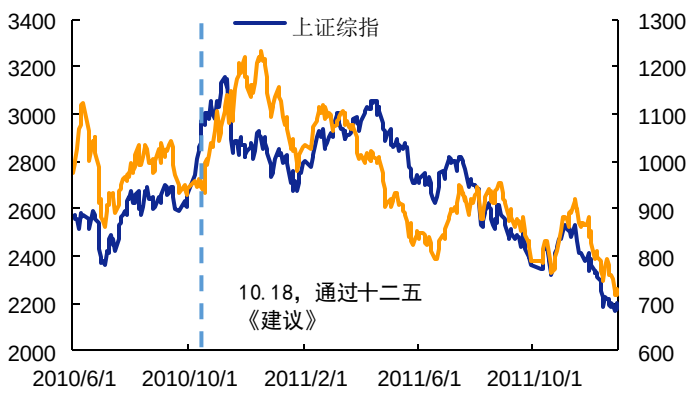
## 3.2. 【判断二】政策做好持久战准备，“国内大循环”成为十四五关键政策指引

新冠疫情、中美贸易战都只是引发逆全球化风潮的短期和偶发因素，**但“百年未有之大变局”的到来却具有必然性和长期性**。从 7 月 30 日政治局会议的表态来看，我们的政策将以“持久战”为标准进行部署。我们预计“国内大循环”将成为“十四五规划”和“二〇三五年远景目标”的关键政策指引，二者将在今年 10 月召开的第十九届五中会议中讨论。

“十四五”时期是我国由全面建成小康社会向基本实现社会主义现代化迈进的关键时期，是积极应对国内社会主要矛盾转变和国际经济政治格局深刻变化的战略机遇期。“十四五”规划起止时间 2021-2025 年，是开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一个五年规划。“十四五”时期是“两个一百年”的历史交汇期，这个时间正值中华民族发展之路的重要性拐点，中国正处于从旧常态跃迁到新常态，从高速增长向高质量发展转型的攻坚期。

如果“国内大循环”的发展新格局深刻影响“十四五”和“2035 远景目标”等一系列政策的制定，那么我们将有望在未来几年陆续见证“国内大循环”相关政策的落地实施，和对中国经济和 A 股市场带来的深远影响。

**图 26：十二五规划发布前后市场表现**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

**图 27：十三五规划发布前后市场表现**

*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

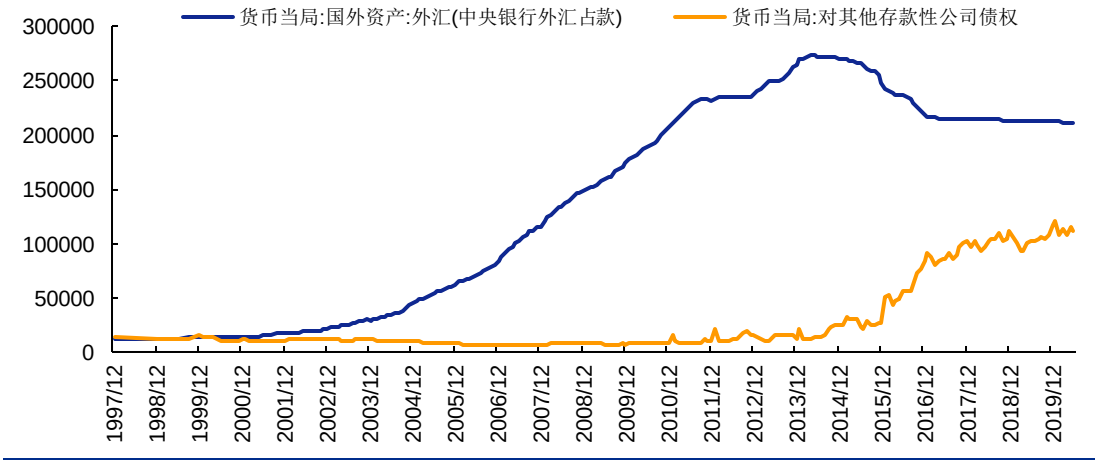
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

### 3.3. 【判断三】金融体系变革：央行资产负债表重构，财政赤字上升和人民币国际化

随着经济转向以“国内大循环”为主，贸易顺差将逐步演变为贸易逆差：产业链现代化升级将有利于维持顺差更长的一段时间，但内需的蓬勃增长最终带来持续性的贸易项逆差。这将导致我国金融体系的变革：

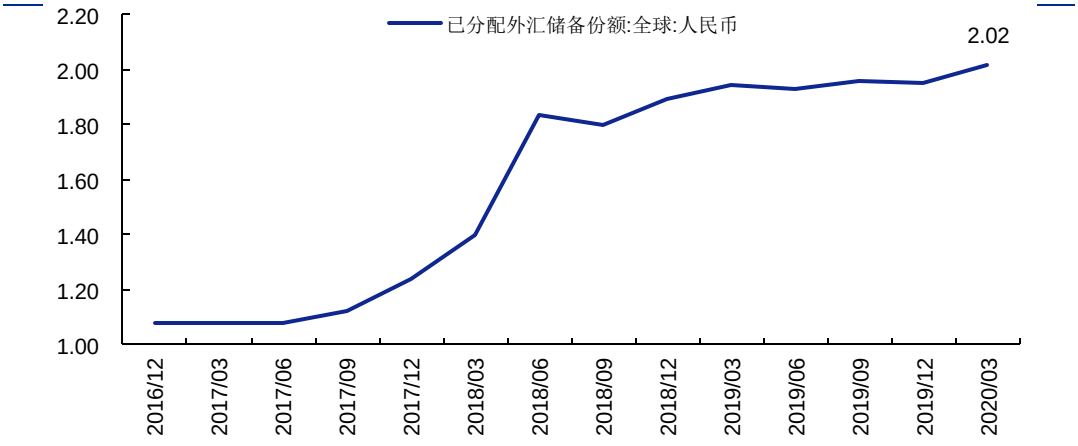
- **央行资产负债表重构**：外汇占款的膨胀曾是央行被动扩表的主要原因，2014 年以来，央行创设了 SLF\MLF\SLO 等新工具释放流动性。随着贸易顺差变成贸易逆差，央行可能学习美联储，以本国国债为主要资产。资产负债表实现从美元资产为主到以中国国债为主的重构。
- **财政赤字上升**：为了适应央行资产负债表的重构，需要加大国债发行力度，财政赤字有望进一步上升，在未来合适的时机，财政赤字货币化可能成为政策选项之一。
- **海外持有更多人民币资产**：随着中国的金融开放，贸易项的逆差将被资本项下涌入的国际资本弥补，外资将持有更多的人民币资产，在中国的债券和权益市场都成为不可忽视的参与者。如何管理这些外资将成为新的课题。
- **人民币国际化加速**：人民币的交易和储存价值获得更多国际认可。IMF 数据显示今年一季度人民币占全球外汇储备份额比例已达 2.02%。根据刚刚发布的《人民币国际化报告 2020》，2019 年全球贸易结算中的人民币份额达到 2.41%，较上年提高 17.9%，人民币国际金融计价交易综合占比达到 4.72%，同比增长 15.2%。

**图 28：两个阶段央行的主要扩表工具规模变化**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

**图 29：人民币占全球外汇储备份额比例已达 2.02%**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

### 3.4. 【判断四】充分挖掘内需：房住不炒、消费升级

- **政策研判**：坚持房住不炒政策，避免地产对消费的“挤出效应”，以土地和劳动力的要素市场化改善分配环节的公平性，充分挖掘内需潜力。

- **鼓励免税消费**：免税消费近期成为了多地促消费的主要抓手之一，已有多个省份密集部署，完善免税店政策，做好增设口岸出境免税店和市内免税店等工作。未来有望进一步拉动消费回暖、境外消费回流。

**表 9：目前已有六家公司获得免税牌照**

| 公司名称 | 经营范围 | 相关上市公司 |
|---|---|---|
| 中免 | 机场、口岸出入境免税店，海南离岛免税店，市内出境免税店 | 中国中免、众信旅游（联营）、海航基础（联营） |
| 深免 | 机场、口岸出入境免税店 | -- |
| 珠免 | 机场、口岸出入境免税店 | 格力地产（子公司） |
| 中出服 | 机场、口岸出入境免税店，市内入境免税店 | 凯撒旅业（联营） |
| 港中旅 | 市内入境免税店 | -- |
| 王府井 | -- | 王府井 |
| 海南省旅游投资发展有限公司（未确定） | -- | 海汽集团（子公司） |

*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

- **国产品牌崛起**：发展高端消费，除了鼓励免税消费，更需要努力培育国产高端消费品牌。在服饰、箱包、鞋帽、化妆品、珠宝首饰等消费领域，一批国产高端品牌的成长同样值得投资者关注。

- **消费升级**：直播电商成为新兴购物模式，个性化、定制化成为未来升级新方向。
  - ✓ **居民消费升级**：居民消费已经呈现新的趋势，重点关注小家电（扫地机器人、榨汁机、早餐机等）、小食品（零食、健康饮食、特色饮料等）、化妆品（护肤品、彩妆等）、家装（个性装修、全装修等）
  - ✓ **政府标准提升**：对建筑标准的提升（钢结构装配式试点）、对居住环境标准的提升（旧城改造）、对排放标准的提升（国六排放标准）。

- **新技术催生新型“数字消费”**：完整的内需体系具有动态性，这是因为居民收入水平的上升会激发消费升级的需求，而技术进步也会催生新产品、新服务、新模式、新业态，形成对原有需求的替代，拉动需求向新创造的供给转换。“数字消费”将成为需求从无到有，蓬勃发展的新方向。
  - ✓ 对于个人消费者而言：5G 手机、AR/VR、电动汽车等信息终端的普及有望激发数字消费的新需求。
  - ✓ 对于中小企业而言：行业云平台的推广，实施企业制造环节数字化、网络化、智能化改造将是其数字消费的重要方向。
  - ✓ 对于政府而言：城市“数据大脑”、政务云平台、政务数据中心等集成应用是发展重点。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 3.5. 【判断五】产业链现代化当务之急：自主可控补短板

要维护产业链的安全稳定，解决困扰已久的“卡脖子”问题，必须弥补五大短板：

- ✓ **信创**：中美战略博弈进一步强化国家信创战略，加快 IT 国产化进程。信创板块的业绩开始兑现，各种前瞻指标表明 2020 年将是信创规模化放量的元年。
- ✓ **网络安全**：我国网络安全市场在需求扩张、供给升级、技术迭代与政策扶持等多个维度均发生重要变化的“共振”之下，行业层面将进入黄金发展期。
- ✓ **芯片**：大基金 2.0 推动国产芯片产业发展，Intel 芯片升级步伐放缓，中美差距不断缩小，未来重点在芯片设计软件（EDA）、指令集（X86、ARM）、设备（光刻机等）、材料（光刻机等）。
- ✓ **创新药**：政策支持、成长迅速，中美上市时差不断缩小，医保目录调整加快和 DTP 药房等渠道发展创新药投资研发的市场回报周期显著缩短。
- ✓ 高端装备：机器换人大趋势下，国内自动化和工业机器人需求不断扩张（但今年需求受疫情冲击），目前光伏、锂电、风电、3C 自动化设备景气程度较好，汽车设备有待复苏，大量需求推迟，预计明年将成为自动化大年。

**图 30：一张图看懂服务器产业结构与市场规模**

*数据来源：IDC，CCW，中央机关采招网等，安信证券研究中心测算*

*注：各类型产品价格基于公开产品报价测算，增量市场规模参考 2019 年中国服务器出货量约 300 万测算；微软、Oracle 等核心基础软件产品 Windows、Oracle Database 等更新周期为 3-5 年，多数主流硬件产品更换周期为 2-3 年，因此按照增量存量比 1：3-1：4 测算存量市场规模*

## 3.6. 【判断六】产业链现代化优势方向：数字经济锻长板

要成为全球价值链上的“头雁”，中国需要在以下领域发力，进一步巩固自身优势地位。

- ✓ **5G**：新一轮科技革命的技术基础，目前中国 5G 的基站数量和用户数都为全球第一，华为、中兴、移动等企业积累了大量技术和专利。
- ✓ **互联网应用**：中国在电商、支付、短视频、直播等互联网应用中拥有独特的优势和经验，除了深耕国内市场外，还可以出海全球，将优势进一步放大。
- ✓ **人工智能**：新一轮科技革命和产业变革的重要驱动力量，广袤市场和丰富的数据量为我国人工智能企业累积数据优势。正帮助政务、安防、制造、金融、医疗、物流仓储等各个领域实现数字化转型。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

- ✓ **新能源汽车**：通过对新能源汽车的提前规划部署和大力的补贴，中国已经逐步瓦解了建立在内燃机产业链上的旧秩序，收获了一条完整的产业链，包括车企（比亚迪、上汽、蔚来），电池（宁德时代、比亚迪），自动驾驶、车载系统（百度阿波罗、阿里斑马、华为）等，智能驾驶将是下一个需要攻占的战略制高点。
- ✓ **北斗导航**：北斗三号工程建设提前半年完成，核心器部件国产化率达到 100%，已全面服务交通运输、公共安全、救灾减灾、农林牧渔、城市治理等行业。2035 年前，将建成更加泛在、更加融合、更加智能的国家综合定位导航授时体系

## 3.7. 【判断七】十四五规划最确定受益：国防军工

军工行业受宏观经济波动影响较小，十四五期间受益最具确定性，安信军工团队预计 2020 年增长在 15-20%。主要由于：①国防建设属于公共消费，政治局会议明确合理增加公共消费，2020 年国防预算增速 6.6%，行业投入和资金沉淀充足。②主战装备列装势头较快；③军改影响逐步消除，此前影响的订单和回款预计未来同比增长相对加快；④军工体制改革提升企业经营效率，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强。

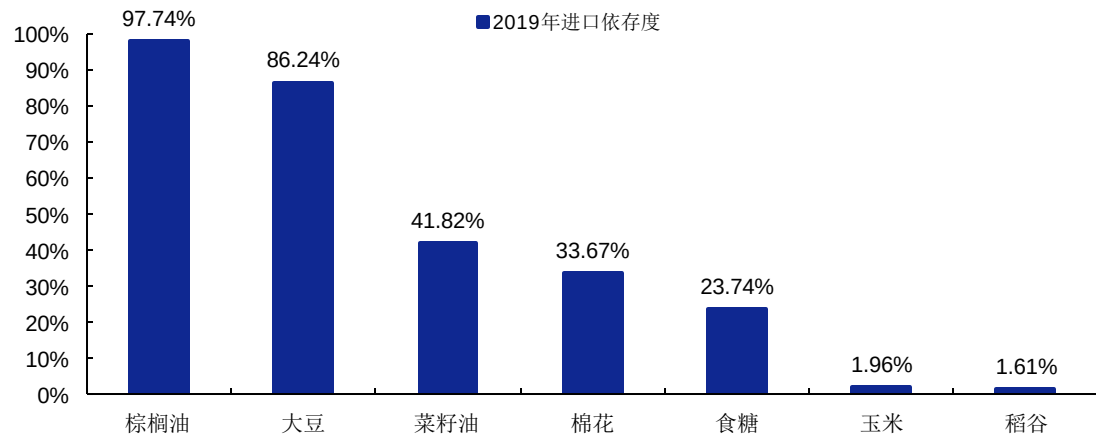
建议关注：十四五期间需求迫切，行业呈现高景气的**航空装备**板块和**航天相关特种装备**板块，以及成长性突出、具有估值提升空间的**国防信息化**板块。

## 3.8. 【判断八】“国内大循环”的底线保障：粮食与能源安全

今年 4 月 17 日召开的政治局会议中，首次提出“六保”工作，5 月 22 日发布的政府工作报告中再次强调“六保”，其中“保粮食能源安全”揭示了一个容易被大家忽视的问题，即我国部分农产品和石油、天然气的进口依存度较高，如果进口来源或渠道受到冲击可能对我国相关产业链造成巨大打击。

在维护粮食安全方面，我国一贯重视维护主粮安全，主粮库存储备较多且基本能够实现自给自足。但部分农产品如棕榈油、大豆、茶籽油和棉花的进口依存度较高，分别达到 97.74%、86.24%、41.82%和 33.67%。要降低这些农产品对海外的依赖，调整国内转基因政策、增强国产大豆、棉花等品种的竞争力是关键的一环，自去年年底以来我国转基因政策出现松动，进入 2020 年草地贪夜蛾扩散情况日益严峻，中国对自主可控的转基因种业需求日益迫切，未来建议关注**生物育种板块**相关机会。

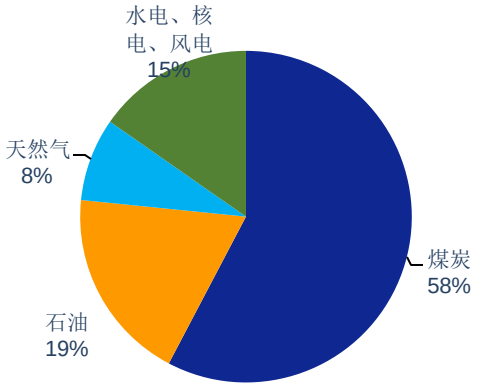
**图 31：2019 年农产品进口依存度最高的是棕榈油、大豆和菜籽油**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

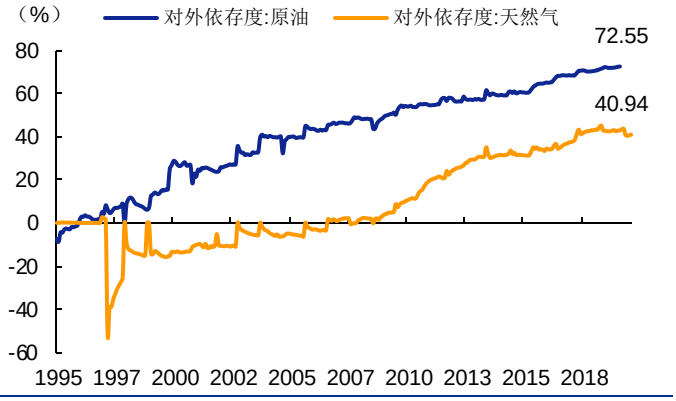
在我国当前的能源结构中，石油和天然气占据 19%和 8%的比例，但两者的进口依存度一直在持续上升，2019 年末已经分别高达 72.55%和 40.94%。

**图 32：石油和天然气占我国能源结构的 27%**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

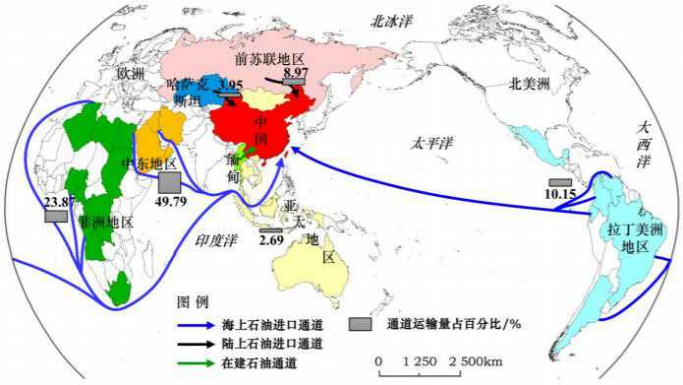
**图 33：石油和天然气进口依存度持续上升**




*资料来源：Wind，安信证券研究中心*

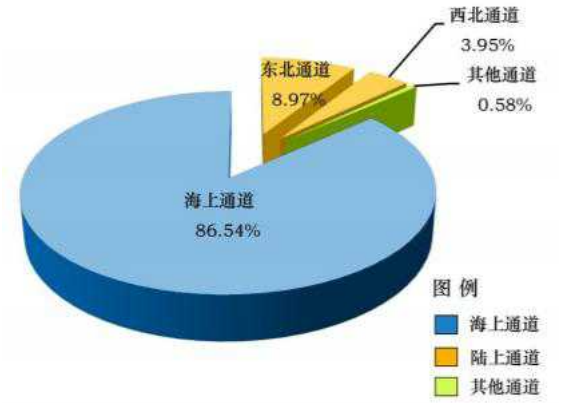
从石油进口的来源来看，大部分石油来自中东和非洲地区，运输通道以海上为主，多途径马六甲海峡、霍尔木兹海峡等重要海上关隘。能源供给的安全性容易遭受威胁。

**图 34：2012 年中国石油进口比例和主要路线**




*资料来源：CNKI，安信证券研究中心*

**图 35：2012 年中国各石油运输通道份额占比**




*资料来源：CNKI，安信证券研究中心*

要维护能源供给的安全稳定，一方面需要通过分散石油供给的来源和运输路径，另一方面也需要适应我国“富煤、少油、有气”的资源禀赋，准备好“煤变油”的后备技术和供应链（国家能源集团目前拥有世界唯一一条百万吨级煤直接液化生产线）。更重要的，是大力发展新能源产业，以光伏、风电+新能车、充电桩的组合尽可能多的替代我国对油气的需求。建议关注：进入景气上行周期的**光伏**产业链，国网加码建设的**能源互联网**产业链。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 3.9. 【判断九】众多科技巨头登陆 A 股市场，中概股掀起回流潮

### ➢ 中概股加速回港

6 月 18 日，京东集团顺利在香港二次上市，成为继阿里、网易之后，第三个在香港挂牌的中概股企业。携程、百度、360 金融等在美上市的中概股也已经传出回归的消息。对于这些中概股来说，回归中国上市首先可以规避在美上市的不确定性因素，其次可以获得融资展开新的业务，第三可以享受更高的估值，并让股票更具流动性，最后也能让中国投资者享受到中国新经济成长的红利。

港交所李小加在一场网络直播的会议上表示：“今年将是 IPO 的重要一年，这其中既包括来自中国的超大规模 IPO，也包括很多从美国回流的企业。”

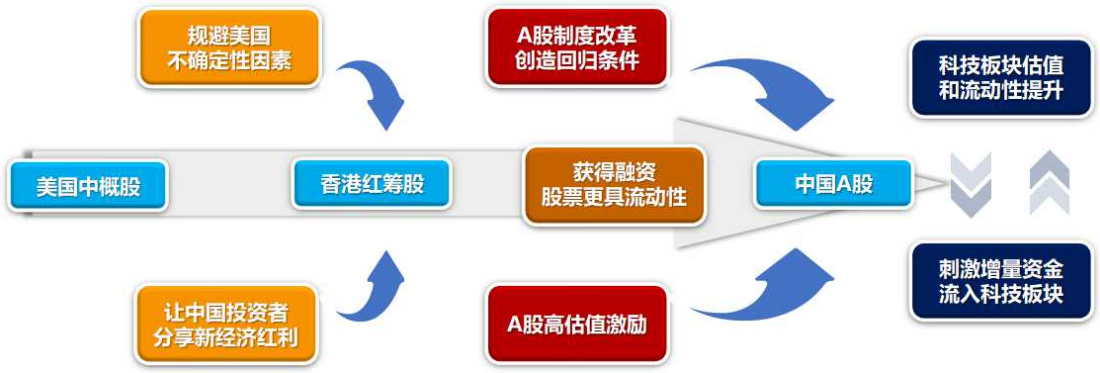
### ➢ 红筹股开启回 A 进程

从 2018 年出台《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》，到证监会今年 4 月份发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，再到上交所最新发布《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》，监管层不断在制度设计层面为红筹企业登陆 A 股市场铺平道路。

中芯国际从 6 月 1 日科创板上市申请获受理，到 7 月 16 日上市，仅用 45 天便刷新科创板 IPO 速度纪录和 A 股近 10 年来最大规模 IPO 纪录。而在今年 2 月，华润微已经以红筹身份成功登陆科创板。红筹股的回 A 进程正在开启。

**“筑巢引凤栖，花开蝶自来”，基础制度的改革为红筹股回归创造了条件，A 股为这些红筹股给予的高估值激励着这些公司回 A 股融资。而随着越来越多高质量科技公司在 A 股和港股上市，科技板块的活跃度和估值有望进一步提升，这又将进一步刺激增量资金流入配置科技板块，形成正向循环。**

**图 36：中概股回流香港，红筹股回流 A 股**




*资料来源：安信证券研究中心*

建议关注受益中国资本市场改革和中概股、红筹股回流的**券商**龙头。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

### 3.10. 【判断十】继续扩大开放，多边贸易谈判加快

7 月 21 日总书记在企业家座谈会上发表重要讲话时强调：“**以国内大循环为主体，绝不是关起门来封闭运**行，而是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展。”

可以看到“国内大循环”是为世界变局所做的前瞻部署，决不应该理解为“闭关锁国”。美国特朗普政府在退出 TPP、瘫痪 WTO 之外，还在修订后的美加墨协定中设置“毒丸条款”，意图将中国排挤出全球供应链之外。因此，中国不但不能自我封闭，反而应该继续扩大开放，在欧美经济遭到疫情重创之际，加速多边贸易谈判步伐。争取在今年签署区域全面经济伙伴关系（RCEP）、中国—欧盟投资协定（BIT），并在中日韩自贸协定（FTA）和中韩自贸协定第二阶段谈判中取得重大进展。

建议关注：自贸港、免税店、知识产权相关板块。

**表 10：正在进行或者可能进行的经贸谈判**

| 谈判或协定名称 | 涉及国家 | 相关情况/进展/动向 |
|---|---|---|
| RCEP | 东盟十国、中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰共 15 个国家 | RCEP 谈判 2012 年启动；2019 年 11 月结束全部文本谈判以及实质上所有市场准入谈判；在 2019 年的东亚领导人系列会议上，十五国领导人共同作出承诺，2020 年要如期签署 RCEP；2020 年 6 月 23 日，RCEP 第 10 次部长级会间会上重申将在今年签署 RCEP 协定；2020 年 8 月中韩经贸联委会第 24 次会议上，中韩双方同意推动年内如期签署 RCEP |
| 中欧 BIT 谈判 | 中欧 | 2013 年正式启动；2019 年共进行六轮 BIT 谈判，在投资市场准入清单等方面取得了决定性进展，在第 24 轮谈判期间，中欧签署了中欧地理标志协定；2020 年 7 月 21 日-24 日的中欧第 31 轮投资协定谈判上，双方就公平竞争规则方面的文本议题取得重大进展，双方将继续加快推进谈判，就余下的文本问题和市场准入问题进行磋商，落实年内达成协定的目标。 |
| 中日韩自贸协定（FTA） | 中日韩 | 2002 年设想提出，2012 年谈判启动；2019 年，中日韩先后在东京与首尔展开第十五轮与第十六轮 FTA 谈判，围绕货物贸易、服务贸易、投资、竞争、电子商务、知识产权、政府采购和原产地规则等多个议题展开磋商，并取得积极进展；2020 年 5 月，十三届全国人大三次会议闭幕后，李克强在出席记者会上表示在积极推进中日韩自贸区建设；2020 年 8 月中韩经贸联委会第 24 次会议上，中韩双方同意推进中日韩自贸协定谈判 |
| 中韩自贸协定第二阶段谈判 | 中韩 | 2020 年 8 月中韩经贸联委会第 24 次会议上，表示积极推进中韩自贸协定第二阶段谈判 |
| 中秘自贸协定升级谈判 | 中秘 | 2018 年 11 月正式启动，2019 年举行 4 轮谈判，围绕服务贸易、投资、海关程序与贸易便利化、原产地规则、卫生与植物卫生措施、知识产权、电子商务、竞争政策和全球供应链等议题展开深入磋商，谈判取得积极进展 |
| 跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP） | 日本、加拿大等 11 国 | 2020 年 5 月，李克强表示中方持积极开放态度 |

*资料来源：商务部，安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 4. “国内大循环”为A股带来哪些投资机会?

“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”有望成为我国“十四五规划”和“2035远景目标”的关键政策指引，影响未来多年的系列政策制定。可能为中国经济和A股市场带来巨大的影响。建议投资者积极把握：**自主可控、扩大优势、新基建、高端消费、消费升级、国防军工、能源安全、粮食安全、资本市场改革**九大受益方向的投资机会。

**表11：“国内大循环”九大受益方向相关公司**

| 方向 | 领域 | 相关公司 |
|---|---|---|
| 自主可控 | 信创 | 金山办公、诚迈科技、中国软件、东方通、太极股份 等 |
| | 网络安全 | 深信服、南洋股份、启明星辰、绿盟科技、中孚信息 等 |
| | 芯片 | 韦尔股份、闻泰科技、卓胜微、兆易创新、中微公司 等 |
| | 创新药 | 恒瑞医药、长春高新、我武生物、药明康德、凯莱英、药石科技 等 |
| | 高端装备 | 埃斯顿、克来机电、拓斯达、伊之密、博实股份 等 |
| 扩大优势 | 5G应用 | 四维图新、中科创达、德赛西威、千方科技、万集科技 等 |
| | 人工智能 | 科大讯飞、中科曙光、浪潮信息、海康威视、大华股份 等 |
| | 新能源汽车 | 宁德时代、比亚迪、璞泰来、恩捷股份、科达利 等 |
| 新基建 | 数据中心 | 宝信软件、数据港、新易盛、中际旭创 |
| | 云计算 | 金山办公、广联达、用友网络、恒生电子、石基信息 等 |
| | 充电桩 | 许继电气、国电南瑞、特锐德 等 |
| 高端消费 | 免税消费 | 中国中免、王府井、凯撒旅游、众信旅游、格力地产 等 |
| 消费升级 | 小家电 | 新宝股份、小熊电器、石头科技、九阳股份、苏泊尔 等 |
| | 小食品 | 良品铺子、三只松鼠、妙可蓝多、青岛啤酒 等 |
| | 化妆品 | 珀莱雅、丸美股份、上海家化、青松股份 等 |
| | 家装 | 全筑股份、海鸥住工、惠达卫浴、帝欧家居、科顺股份 等 |
| 国防军工 | 航空装备 | 中航沈飞、利君股份、航发动力、中航机电 等 |
| | 航天相关特种装备 | 航天电器、红相股份、天箭科技、菲利华 等 |
| | 国防信息化 | 航天发展、睿创微纳、振华科技、七一二 等 |
| 能源安全 | 光伏 | 通威股份、隆基股份、锦浪科技、福斯特、福莱特 等 |
| | 能源互联网 | 良信电器、国电南瑞、正泰电器 等 |
| 粮食安全 | 生物育种 | 隆平高科、大北农、荃银高科、登海种业 等 |
| 资本市场改革 | 券商龙头 | 中信证券、中信建投、华泰证券、国金证券 等 |

*资料来源：安信证券研究中心*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 分析师声明

陈果、夏凡捷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**考研资料**：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
**英语类**：四六级万词班专四专八雅思等
**财经类**：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
**公务员**：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
**银行**：银行招聘、笔试、面试
**教师资格**：小学、中学、教师招聘面试
**建筑**：一建、二建、消防、造价
**法考**：主观题、客观题
**多平台网课**：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
**精选资料**：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
**押题**：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
**行业报告**：20000 份+持续更新

| | | |
|---|---|---|
| 英语四六级备考资料 | 计算机二级备考资料 | 150 所高校考研专业课资料 |
| 两小时搞定毛概马原思修近代史纲 | 高数(微积分)+线性代数+概率论 | 素描 0 基础入门教程 |
| 教师资格证全套备考资料 | 普通话考试资料礼包 | 书法教程微信 2270291360 |
| 大学生英语竞赛备考资料 | 大学生数学竞赛备考资料 | 1000 份各行业营销策划方案合集 |
| 挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料 | 电子设计竞赛必备资料 | 街舞 0 基础入门教程 |
| 托福雅思备考资料 | 大学物理学科攻略合集 | 动漫自学教程 |
| SCI 最全写作攻略 | TEM4/TEM8 专四专八备考资料 | 教师资格证面试试讲万能模板 |
| 360 份精美简历模板 | 数学建模 0 基础从入门到精通 | 100 套快闪 PPT 模板 |
| Vlog 制作最全攻略 | 超强 PR 模板 | 42 套卡通风 PPT 模板 |
| PS 零基础教程微信 1131084518 | PS 高级技能教程 | 63 套酷炫科技 PPT 模板 |
| 好用到极致的 PPT 素材 | 128 套中国风 PPT 模板 | 32 套 MBE 风格 PPT 模板 |
| 327 套水彩风 PPT 模板 | 295 套手绘风 PPT 模板 | 54 套毕业答辩专属 PPT |
| 196 套日系和风 PPT 模板 | 82 套文艺清新 PPT 模板 | 57 套思维导图 PPT 模板 |
| 163 套学术答辩 PPT 模板 | 53 套北欧风 PPT 模板 | 34 套温暖治愈系 PPT 模板 |
| 118 套国潮风 PPT 模板 | 30 套仙系古风 PPT | 126 套黑板风 PPT 模板 |
| 114 套星空风格 PPT 模板 | 192 套欧美商务风 PPT 模板 | 42 套绚丽暈染风 PPT |
| 50 套精美 INS 风 PPT 模板 | 56 套水墨风 PPT 模板 | 137 套清爽夏日风 PPT 模板 |
| 98 套森系 PPT 模板 | 25 套简约通用 PPT 模板 | 记忆力训练教程 |
| 300 套教学说课 PPT 模板 | 123 套医学护理 PPT 模板 | AE 动态模板微信 2270291360 |
| 毕业论文资料礼包 | 教师资格证重点笔记+易错题集 | 表情包制作教程 |
| 吉他自学教程（送 6000 谱） | 钢琴自学教程（送 1000 谱） | 区块链从入门到精通资料 |
| 2000 部 TED 演讲视频合集 | Excel 从入门到精通自学教程 | 单片机教程 |
| 230 套可视化 Excel 模板 | 1000 款 PR 预设+音效 | 1000 份实习报告模板 |
| 手绘自学教程微信 1131084518 | 单反从入门到精通教程 | 人力资源管理师备考资料 |
| 英语口语自学攻略 | 粤语 0 基础从入门到精通教程 | 证券从业资格证备考资料 |
| 日语自学教程 | 韩语自学教程 | PHP 从入门到精通教程 |
| 法语学习资料 | 西班牙语学习资料 | 炒股+投资理财从入门到精通教程 |
| 全国翻译专业资格考试备考资料 | BEC 初级+中级+高级全套备考资料 | 大数据学习资料 |
| SPSS 自学必备教程 | Origin 自学必备教程 | 会计实操资料 |
| LaTeX 全套教程+模板 | EndNote 教程+模板 | 小提琴 0 基础入门自学教程 |
| GRE 超全备考资料 | 200 份医学习题合集 | 司考备考资料 |

| | | |
|---|---|---|
| 思维导图教程＋素材 | 20000 份行业研究报告 | 一级造价工程师备考资料 |

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 陈安之 | 曾仕强 | 马云 | 杜云生 | 翟鸿燊 | 刘一秒 | 俞凌雄 |
| 王健林 | 余世维 | 雷军 | 周文强 | 安东尼罗宾 | 董明珠 | 李嘉诚 |
| 徐鹤宁 | 冯晓强 | 李践 | 刘克亚 | 罗伯特清崎 | 戴志强 | 李伟贤 |
| 苏引华 | 史玉柱 | 李强 | 俞敏洪 | 杰亚伯拉罕 | 周鸿祎 | 唐骏 |
| 梁凯恩 | 陈永亮 | 傅佩荣 | 贾长松 | 易发久 | 李彦宏 | 湖畔大学 |
| 李开复 | 聂枭 | 悟空道场 | 魏星 | 姬剑晶 | 其他名师全集 | 其他资料下载 |
| 王兴 | 王智华 | 智多星 | 陈文强 | 周导 | | 微信 2270291360 |
| 泡妞 | 撩汉 | 泡仔 | 房中术 | 性福课 | 驻容术 | 泡妞撩汉性福合集 |

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 记忆力训练 | 形象礼仪 | 健康养生 | 企业管理 | 沟通技巧 |
| 演讲与口才 | 经理修炼 | MBA 讲座 | 时间管理 | 战略经营 |
| 企业文化 | 销售心理 | 管理素质 | 国学讲座 | 执行力 |
| 团队管理 | 领导艺术 | 员工激励 | 潜能激发 | 谈判技巧 |
| 绩效管理 | 薪酬管理 | 43 份直销制度 | 电话销售 | 人力管理 |
| 客户服务 | 创业指南 | 市场营销 | 餐饮管理 | 保险讲座 |
| 品牌营销 | 酒店管理 | 汽车 4S 店 | 众筹资料 | 销售技巧 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 兴趣爱好： | 钓鱼教程 | 魔术教学 | 炒股教学 | 美术教学 | 书法教学 |
| 音乐乐器： | 萨克斯教学 | 电子琴教学 | 小提琴 | 古筝教学 | 钢琴教学 |
| | 吉他教学 | | | | |
| 体育运动： | 篮球教学 | 足球教学 | 羽毛球教学 | 兵乓球教学 | 太极拳教学 |
| | 围棋教学 | 高尔夫球 | | | |
| 生活实用： | 插花教学 | 茶艺-茶道 | 唱歌教学 | 单反相机摄影 | 毛线编织 |
| | 小吃+美食 | | | | |
| 语言学习： | 英语 | | | | |
| 电脑 IT： | 办公 office | PS 美工教学 | | | |

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

## ■ 销售联系人

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 上海联系人 | 潘艳 | 上海区域销售负责人 | 18930060852 | panyan@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 上海区域销售总监 | 13391113930 | houhx@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 上海区域销售总监 | 13901836709 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 上海区域高级销售副总监 | 13917882257 | lidong1@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监 | 13916816630 | liugy@essence.com.cn |
| | 孙红 | 上海区域销售副总监 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 上海区域销售经理 | 13162829753 | sumeng@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 上海区域销售经理 | 15801869965 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | 上海区域销售经理 | 13817674050 | chenyy6@essence.com.cn |
| | 王银银 | 上海区域销售经理 | 18217126875 | wangyy4@essence.com.cn |
| | 徐逸岑 | 上海区域销售经理 | 18019221980 | xuyc@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 张莹 | 北京区域销售负责人 | 13901255777 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 张杨 | 北京区域销售副总监 | 15801879050 | zhangyang4@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 北京区域销售副总监 | 13911268326 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 北京区域销售副总监 | 13811978042 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘晓萱 | 北京区域销售副总监 | 18511841987 | liuxx1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 北京区域销售经理 | 13581778515 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 游倬源 | 北京区域销售经理 | 010-83321501 | youzy1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 张秀红 | 深圳基金组销售负责人 | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn |
| | 侯宇彤 | 北京区域销售经理 | 18210869281 | houyt1@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监 | 18926033448 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 深圳基金组销售经理 | 13540211209 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 深圳基金组销售经理 | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理 | 13699750501 | huangqq@essence.com.cn |
| | 喻聪 | 深圳基金组销售经理 | 18503038620 | yucong@essence.com.cn |
| | 马田田 | 深圳基金组销售经理 | 18318054097 | matt@essence.com.cn |

**安信证券研究中心**

**深圳市**

**地　址：** 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

**邮　编：** 518026

**上海市**

**地　址：** 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

**邮　编：** 200080

**北京市**

**地　址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

**邮　编：** 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。